

EDUARDO CARDEAL TOMAZZIA

**DETERMINANTES DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA PÚBLICA E PRIVADA:
UM ESTUDO ECONOMÉTRICO DO PERÍODO 1995-2005**

**FLORIANÓPOLIS
2007**

EDUARDO CARDEAL TOMAZZIA

**DETERMINANTES DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA PÚBLICA E PRIVADA:
UM ESTUDO ECONOMÉTRICO DO PERÍODO 1995-2005**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Meurer.

**FLORIANÓPOLIS
2007**

EDUARDO CARDEAL TOMAZZIA

**DETERMINANTES DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA PÚBLICA E PRIVADA:
UM ESTUDO ECONOMETRICO DO PERÍODO 1995-2005**

Esta monografia foi julgada adequada para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, e aprovada em sua forma final pelo Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, obtendo nota média 9,0.

Professor Dr. Renato Francisco Lebarbenchon
Coordenador de monografia

Professores que compuseram a banca:

Professor Dr. Roberto Meurer
Orientador

Professor Dr. João Rogério Sanson

Professor Dr. Rabah Benakouche

Florianópolis, 27 de fevereiro de 2007.

Dedico este trabalho aos meus pais

Lúcia Davina e José Augustinho

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, pelo exemplo, apoio e valores que conduziram minha educação.

Ao professor Dr. Roberto Meurer, por sua orientação e motivação ao longo do trabalho.

Aos familiares e amigos por todo o incentivo, carinho e iluminação recebidos durante esses anos.

Aos colegas e professores do curso de graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina pelo convívio e aprendizado.

Em especial, à Suliani, pelo amor, companheirismo e paciência.

RESUMO

TOMAZZIA, Eduardo Cardeal. *Determinantes da Dívida Externa Brasileira Pública e Privada: um estudo econométrico do período 1995-2005*. 73. Monografia (Ciências Econômicas) – Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. 2007.

As relações da economia brasileira com o resto do mundo têm papel preponderante na sua evolução e desenvolvimento. Uma das facetas destas relações é o endividamento externo brasileiro, que se por um lado constituiu forma de financiamento para os principais projetos de desenvolvimento interno de nossa história, por outro tem se apresentado como fonte constante de desestabilização do balanço de pagamentos. Essa relação apresenta ainda características mais específicas se levada em consideração a divisão entre dívida externa pública e privada, pelo fato dos setores público e privado serem norteados por diferentes objetivos. O objetivo deste estudo é verificar os determinantes da dívida externa brasileira pública e privada, de forma a comprovar ou refutar a hipótese de que setor público é estruturalmente mais onerado pela elevação de custos de captação externa. Os dados utilizados englobam o período de outubro de 1995 a dezembro de 2005. Entre as variáveis explicativas para as duas variáveis explicadas estão o PIB real, a diferença da taxa de juros interna e externa, a taxa de câmbio, o *spread* dos títulos C-Bond como *proxy* do risco-país e a necessidade de financiamento externo em relação ao PIB. O estudo caracterizou-se como descritivo/explicativo, sendo adotada a metodologia da regressão econométrica para a comprovação estatística das suposições. Os resultados indicaram que mesmo que os determinantes da dívida privada seguissem, em sua maioria, a hipótese de aumento (queda) da dívida em situações propícias (não-propícias) para captação e investimento (com relação ao seu custo e do nível de atividade econômica), o efeito inverso da dívida externa privada na pública e a relação direta entre dívida externa pública e necessidade de financiamento externo foram refutados, o que mostra que a suposição dos principais fatores da de sobre-oneração do setor público foi afastada, e que a dívida externa pública é determinada principalmente pelo seu custo financeiro.

Palavras-chave: Dívida Externa, Finanças Públicas, Estudo Econométrico.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Principais modalidades da Dívida Externa registrada: 1990 – 2005.....	44
Tabela 2 – Dívida Externa Bruta do Tesouro Nacional em poder do público - Brasil, 1998 – 2006.....	45
Tabela 3 – Indicadores de Dívida Externa – 1990 a 2006.....	49
Tabela 4 - Dívida externa registrada - Distribuição por modalidade de taxas de juros - 1999 a 2006.....	50
Tabela 5 – Testes de estacionariedade (raízes unitárias) – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre.....	57
Tabela 6 – Testes de seleção de medida de defasagem (leg length criteria), utilizando VAR – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre - Séries LOGDEPRIV LOGPIB LOGDIFJUROS LOGCBONDSREAD LOGCAMBIO.....	58
Tabela 7 – Testes de seleção de medida de defasagem (leg length criteria), utilizando VAR – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre - Séries LOGDEPUB LOGDEPRIV LOGDIFJUROS LOGCBONDSREAD LOGCAMBIO.....	58
Tabela 8 – Testes de cointegração – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre - Séries LOGDEPRIV LOGPIB LOGDIFJUROS LOGCBONDSREAD LOGCAMBIO.....	59
Tabela 9 – Testes de cointegração – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre - Séries LOGDEPUB LOGDEPRIV LOGDIFJUROS LOGCBONDSREAD LOGCAMBIO.....	59
Tabela 10 – Resultados da regressão (1) – Variável dependente D(LOGDEPRIV) – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre.....	60
Tabela 11 – Resultados da regressão (2) – Variável dependente D(LOGDEPUB) – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre.....	61
Tabela 12 – Resultados da regressão (1) após mecanismo de correção de autocorrelação AR(1) – Variável dependente D(LOGDEPRIV) – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre.....	62

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Dívida Externa Brasileira registrada total – 1995:4 a 2006:2.....	46
Figura 2 – Saldo em Transações Correntes do Brasil – 1995 a 2006.....	47
Figura 3 – Prazo Médio de endividamento externo registrado – 1997 a 2005.....	50
Figura 4 – Dívida Externa Pública Brasileira registrada – 1995:4 a 2006:2.....	51
Figura 5 – Dívida Externa Privada Brasileira registrada – 1995:4 a 2006:2.....	52
Figura 6 – Dívida Externa Brasileira registrada por devedor – 1995:4 a 2006:2.....	53

SUMÁRIO

RESUMO	5
LISTA DE FIGURAS.....	7
SUMÁRIO	8
1 INTRODUÇÃO.....	9
1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	9
1.2 TEMA E PROBLEMA DA PESQUISA.....	11
1.3 OBJETIVOS.....	12
1.3.1 <i>Objetivo Geral</i>	12
1.3.2 <i>Objetivos Específicos</i>	12
1.4 METODOLOGIA.....	12
1.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	14
1.6 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO	15
2 DÍVIDA EXTERNA: UMA APROXIMAÇÃO TEÓRICA	17
2.1 A CONTABILIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA.....	17
2.2 DÍVIDA EXTERNA, POUPANÇAS EXTERNAS E PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO	19
2.3 COMÉRCIO E RESTRIÇÃO ORÇAMENTÁRIA INTERTEMPORAIS.....	21
2.4 A SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA EXTERNA	23
3 O PROCESSO DE ESTATIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA NAS DÉCADAS DE 70 E 80.....	25
3.1 O CONTEXTO ECONÔMICO.....	25
3.2 A NATUREZA DO ENDIVIDAMENTO E A ESTATIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA.....	26
4 DETERMINANTES DA DÍVIDA EXTERNA	31
4.1 DETERMINANTES DA DÍVIDA EXTERNA PÚBLICA	31
4.2 DETERMINANTES DA DÍVIDA EXTERNA PRIVADA.....	33
5 CARACTERIZAÇÃO DO PERÍODO: 1995-2006	35
5.1 O PLANO REAL E UMA DÉCADA DE ESTABILIDADE.....	35
5.2 VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA	39
5.3 MOVIMENTOS E COMPORTAMENTO DA DÍVIDA EXTERNA	41
6 FORMULAÇÃO, TESTES E ANÁLISE DOS MODELOS.....	54
6.1 FORMULAÇÃO DOS MODELOS.....	54
6.2 TESTES ECONÔMETRICOS.....	56
6.3 ANÁLISE ECONÔMICA DOS RESULTADOS.....	63
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	66
REFERÊNCIAS.....	69

1 INTRODUÇÃO

1.1 Considerações Iniciais

O endividamento externo, como uma das faces das relações entre a economia brasileira e o que se convencionou chamar o ‘resto do mundo’, representou ao longo da história da economia brasileira um importante papel. Em vários momentos representou a fonte de poupança inexistente internamente, mas necessária às políticas de desenvolvimento vigentes. Por outro lado é fonte de constante desestabilização do balanço de pagamentos. Isto ocorre por diversas razões, das quais vale salientar o seu alto custo em juros e a sua volatilidade, decorrente da taxa de câmbio e da desconfiança internacional.

Ao se analisar mais minuciosamente os componentes da dívida externa, nota-se uma divisão importante do ponto de vista da natureza do detentor deste passivo externo, que se divide em público e privado.

À primeira vista, o comportamento dos estoques da dívida externa pública e privada são distintos. A explicação para este fenômeno é que os setores público e privado são norteados por diferentes objetivos. Espera-se que o principal fator de consideração na gestão da dívida das instituições privadas seja o seu custo financeiro. O mesmo não é totalmente verdade para o setor público, que leva em consideração o equilíbrio na balança de pagamentos e outros fatores como manutenção da credibilidade externa, controle da taxa de câmbio e estabilidade de outras variáveis macroeconômicas. O resultado esperado destas características é um processo de aumento proporcional da dívida externa pública em relação à privada em momentos de crise e baixa oferta de capitais estrangeiros, em que o custo de captação de recursos externos é elevado, e de movimento inverso, de aumento proporcional da dívida privada em conjunturas de baixo custo de captação e reduzida incerteza macroeconômica.

Este fenômeno foi identificado por Cruz (1983) como a estatização da dívida externa na década de setenta e início dos oitenta no Brasil. O que o autor identifica é uma crescente estatização das tomadas diretas realizadas junto ao sistema financeiro internacional. O Brasil inicia a década de setenta com uma composição de captações externas predominantemente privada (75% em 1972) e passa a apresentar, no fim da década, captações majoritariamente públicas (76% em 1980). A explicação encontrada por Cruz envolve duas ordens de fatores. Por um lado identifica um ‘efeito produto’, na qual explica que “a perda de posição relativa das captações privadas decorreu, fundamentalmente, da desaceleração da taxa de crescimento do produto e da redução das inversões privadas” (CRUZ, 1983, p. 98). Por outro, identifica

um ‘efeito custo de captação’, em que à medida que se reduziu a liquidez internacional e aumentaram os juros, caíram as captações privadas. Este duplo efeito de queda de captações privadas teve que ser suprido pelo Estado, uma vez que houve necessidade cada vez maior de se equilibrar a balança de pagamentos. Resumidamente, Cruz (1983, p. 101-102) descreve estes efeitos:

A progressiva estatização da dívida externa brasileira se vai impondo como resultado de um fenômeno que começa a se manifestar já por meados dos anos setenta e que se intensifica ao final da década: necessidades crescentes de recursos externos – primeiro em função dos desequilíbrios da conta de mercadorias e serviços produtivos e, depois, das determinações financeiras expressas no movimento cumulativo da dívida – combinadas com a ausência de agentes privados dispostos a realizar tomadas, nos volumes requeridos, junto ao sistema financeiro internacional. É a assimetria, progressivamente agregada pela desaceleração do crescimento, que determina, em última instância, a estatização da dívida externa brasileira.

Giambiagi e Além (2000, p. 121) também identificam este fenômeno no fim dos anos 70, considerando “fundamental o papel desempenhado pelas autoridades monetárias no processo de ajuste externo da economia brasileira, mediante a absorção da dívida e dos encargos externos – uma forma de socialização dos prejuízos”.

Pode-se, ainda, encontrar vestígios de fenômeno semelhante, mesmo que inverso, de ‘privatização’ da dívida externa, na década de 90, num momento em que a taxa de juros interna se distanciava cada vez mais taxa de juros internacional, num momento de vigorosa baixa. Baer (2002, p. 233) identifica no período 1996-1998 uma relação entre aumento de oferta de capitais externos e aumento expressivo de captações privadas relativamente a públicas:

À medida que aumentavam as entradas de capital, crescia o peso da dívida externa a elas associado. Entre 1996 e 1998, o total da dívida externa cresceu de US\$ 179,9 bilhões para US\$ 235 bilhões. Curiosamente durante este período a dívida externa do setor privado aumentou num ritmo muito maior do que a do setor público, passando de US\$ 86 bilhões em 1996 para US\$ 140 bilhões em 1998. Os principais componentes da dívida externa do setor público, contudo, apenas aumentaram moderadamente, passando de um total de US\$ 98,9 bilhões em 1996 para US\$ 99,2 bilhões em 1998.

Sabe-se que o processo de estatização da dívida nas décadas de setenta e oitenta foi em grande parte fruto de uma situação particular da época, sob o modelo de substituição de importações, com grandes taxas de investimento público, e com um arranjo de incentivo à captação privada que, além de não conseguir garantir a entrada de divisas necessárias, saneou as empresas, transferindo literalmente dívida do setor privado para o público. Apesar desta não ser a situação do período estudado, de 1995 a 2005, espera-se que uma relação de fatores que influenciaram o comportamento da dívida nos anos 70 e 80 ainda possa estar

influenciando seu comportamento em período recente. Ou, pelas brilhantes palavras de Batista Jr. (2002, p.356), pode-se resumir esta idéia:

No culto da novidade, das mudanças, não percebem o quanto certas situações básicas se repetem. Mudam as formas, as aparências, mas o padrão geral se repete bastante. E no campo da dívida externa isso me parece muito claro.

1.2 Tema e problema da pesquisa

O Estado tem, segundo as mais variadas correntes do pensamento econômico, um importante papel na economia. Nas economias com desenvolvimento e industrialização atrasados, como é o caso do Brasil, este papel foi ainda mais preponderante nos saltos qualitativos conseguidos ao longo do século XX. Mas a sua ação é restrita a sua capacidade de financiamento. É importante salientar o papel do Estado como provedor de bens públicos, papel este que vem sendo restringido ao longo dos últimos anos.

A importância do estudo da dívida externa pode ser explicada por uma de suas atribuições: um fator chave da capacidade de financiamento externo, que bem ou mal contribuiu como poupança externa no processo de desenvolvimento de nossa economia. Por outro lado, o entendimento dos movimentos da dívida externa é importante para sua boa administração, visto que é um fator de estabilidade macroeconômica e de garantia de entrada de capitais externos, assim como de boas condições de custo e de prazo.

O problema abordado por esta pesquisa é o de identificar os determinantes da dívida externa. Mais especificamente, evidenciar os determinantes das parcelas pública e privada da dívida externa, assim como as diferenças entre eles.

O que se espera encontrar é uma relação direta entre a dívida externa pública e as necessidades de financiamento externo para o fechamento do balanço de pagamentos, assim como uma relação inversa do primeiro com a dívida externa privada. Quanto a esta última, espera-se uma forte relação inversa com os custos de captação externos. A relação indireta, portanto, entre a dívida externa pública e os custos de captação, ao contrário do que seria uma gestão de dívida financeiramente racional, seria positiva, de modo que o setor público teria a necessidade de realizar a maior parte de suas captações em condições de altos custos. Estes efeitos levariam a um viés que pesa sobre o setor público brasileiro, reduzindo a sua eficácia como provedor de bens públicos, assim como mantenedor de níveis de estabilidade macroeconômica, principalmente no que tange ao balanço de pagamentos.

A importância deste trabalho reside, portanto, em verificar um processo que onera excessivamente o Estado brasileiro em crises internacionais, resultado este que pretende elucidar movimentos recentes nesta área.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho é verificar os determinantes e diferenças da dívida externa pública e privada.

1.3.2 Objetivos Específicos

Para atingir o objetivo geral buscam-se os seguintes objetivos específicos:

- revisar a teoria sobre dívida externa, fazendo uma aproximação dos seus determinantes, assim como selecionar estas variáveis;
- contextualizar o período estudado, tanto no âmbito econômico geral como no que tange especificamente à dívida externa;
- formular os modelos econométricos a serem testados;
- coletar e organizar os dados referentes às variáveis escolhidas e realizar a aplicação do modelo econométrico e seus requeridos testes;
- interpretar os resultados e compará-los com as hipóteses iniciais, o que significa verificar a influência do custo de captação e variáveis auxiliares no estoque da dívida externa privada e, ao mesmo tempo, verificar a influência da dívida externa privada, do custo de captação e outras variáveis na dívida externa pública.

1.4 Metodologia

A metodologia utilizada no presente estudo é a descritiva/explicativa. Segundo Gil (1994, p.45) as pesquisas descritivas “têm como objetivo primordial a descrição das

características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre as variáveis”. Para Selltiz (1967) esta categoria de pesquisa enfoca os mais variados aspectos sociais, e se organiza de forma que inclui em seu desenvolvimento a formulação dos objetivos do estudo, somada a uma revisão dos principais conceitos com que trabalha, ao método de coleta, à verificação dos dados e à análise dos resultados.

As pesquisas explicativas, de acordo com Gil (1994, p.46), “são aquelas pesquisas que têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos”. É o tipo de pesquisa que tenta explicar o porquê, a razão dos fenômenos verificados na realidade. Segundo Selltiz (1967) a pesquisa explicativa trata da verificação de uma hipótese de relação causal entre variáveis.

No presente estudo foram empregados, na coleta de dados, os procedimentos de pesquisa bibliográfica e de pesquisa documental.

A pesquisa bibliográfica, para Gil (1994, p.71), é desenvolvida a partir de material já elaborado, dos quais se destacam livros, artigos científicos e mesmo relatórios de entidades governamentais ou não-governamentais. A sua principal vantagem está “no fato de permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente”, desde que tomados os cuidados quanto à seleção de fontes confiáveis e com rigor científico.

A pesquisa documental se assemelha à pesquisa bibliográfica, mas se diferencia desta no que tange à natureza das suas fontes. Enquanto a pesquisa bibliográfica analisará textos com contribuições de outros pesquisadores, a documental se vale de materiais que não receberam tratamento analítico, e podem ser utilizados e reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa.

Quanto à abordagem do problema, a pesquisa caracteriza-se como quantitativa, sendo que esta “representa, em princípio, a intenção de garantir a precisão dos resultados, evitar distorções de análise e interpretação, possibilitando, constantemente, uma margem de segurança quanto às inferências” (RICHARDSON, 1999, p.70).

Esta pesquisa utiliza a metodologia da econometria, cujos passos Gujarati (2000, p.XXVIII) descreve: a formulação de hipóteses, a especificação de modelo econométrico, a obtenção de dados, a estimativa dos parâmetros do modelo econométrico, o teste de hipótese e a análise dos resultados. Utilizam-se, mais especificamente, os testes de regressão de variáveis, e acessoriamente outros testes descritos ao longo do tópico de testes dos modelos. Os testes econométricos foram realizados no *software* EViews 5.0 Standard Edition®.

Foi utilizado, para a parte de testes e análise de regressões, um conjunto de dados trimestrais que abrange o período do quarto trimestre de 1995 ao quarto trimestre de 2005, período que apenas não é mais recente devido à interrupção de uma das séries utilizadas. As séries de dados foram coletadas através do portal IPEA-DATA, no mês de novembro de 2006. A descrição das séries encontra-se no tópico de formulação dos modelos a serem testados. O marco inicial, 1995, foi escolhido por constituir uma referência na história econômica brasileira recente, pois se caracterizou pela conquista da estabilidade monetária, pelo aprofundamento de políticas liberalizantes em vários níveis (comercial, privatizações, capitais externos etc.). Por outro lado, dentro da área específica do estudo, é o período imediatamente posterior à assinatura do plano de reestruturação da dívida externa (Plano Brady), marcando também um novo ciclo de endividamento e de entrada de capitais, e também do início do lançamento dos novos títulos de captação do setor público. Um último motivo para o início do estudo econométrico no final de 1995 é que há omissão de dados no início deste ano das séries de dívida externa.

Para as análises descritivas situadas na parte de contextualização do período, foram utilizados dados coletados majoritariamente em suplementos estatísticos, notas e relatórios do Banco Central e do Tesouro Nacional, dados do próprio portal IPEA-DATA, e ocasionalmente de outras fontes, devidamente citadas. O período focado foi de 1995 a 2006, sendo que os dados foram utilizados no limite de sua disponibilidade. Alguns dados são apresentados também a partir de 1990, com o objetivo de comparação do movimento mais amplo das variáveis.

1.5 Limitações da Pesquisa

A preocupação e o objetivo principal da pesquisa foram verificar os determinantes da dívida externa brasileira pública e privada. Foram consideradas ainda outras variáveis que influenciam os componentes da dívida externa, de forma a se evitar um erro de especificação na modelagem econométrica.

Gujarati (2000) atenta para os tipos de erros de especificação:

- Omitir uma variável importante;
- Incluir uma variável desnecessária ou irrelevante;
- Forma funcional errada;
- Viés de erros de medida, decorrente do tratamento, arredondamento e falta de precisão de alguns dados.

As conseqüências para erros de especificação são várias, das quais podemos citar algumas: parâmetros viesados e inconsistentes, variâncias estimadas incorretamente, resultados duvidosos nos intervalos de confiança e teste de hipótese.

Portanto uma importante limitação da pesquisa é a possibilidade de ocorrência de erros de especificações na modelagem econométrica.

1.6 Organização do Trabalho

O trabalho é composto por sete capítulos, nos quais são abordados a introdução (Capítulo 1), seguido de uma aproximação teórica do tema da dívida externa (Capítulo 2), de uma análise do processo de estatização da dívida externa brasileira dos anos setenta e oitenta, onde são levantados os pontos que determinaram a dívida externa brasileira (Capítulo 3), determinantes estes que são desenvolvidos e embasados teoricamente no Capítulo 4, seguido de uma caracterização do período pesquisado (Capítulo 5), sucedido pela formulação, testes e análises de um modelo econométrico (Capítulo 6), e terminando na conclusão do trabalho (Capítulo 7).

No capítulo que compõe a introdução, foram evidenciados o tema da pesquisa, os objetivos geral e específicos, a justificativa da pesquisa, a metodologia do estudo, limitações da pesquisa e a organização do trabalho.

No capítulo da aproximação teórica da dívida externa, são destacados os pontos de definição e contabilização da dívida externa, assim como das relações entre a necessidade de recursos externos e a função da dívida externa em países em desenvolvimento, do comércio e restrição orçamentária intertemporais como princípios para a gestão e estudo das relações de uma economia nacional com a economia internacional, resultando na definição de sustentabilidade da dívida externa.

No Capítulo 3 é analisado o processo de estatização da dívida externa brasileira nos anos setenta e oitenta, incluindo uma breve caracterização do período, do processo em si e dos seus determinantes, conforme alguns autores selecionados.

A partir das constatações do Capítulo 3, tenta-se no Capítulo 4 formar um embasamento geral para a suposição de hipóteses quanto ao comportamento das parcelas pública e privada da dívida externa.

No Capítulo 5 é realizada uma análise do período estudado, que cobre a década após a implantação do real, indo do enfoque geral – o Plano Real, os principais acontecimentos e a política econômica –, passando por uma visão intermediária, da vulnerabilidade externa, até a análise pontual da dívida externa e seus movimentos no período enfocado.

O Capítulo 6 é caracterizado pelo estudo econométrico em si, contando com a formulação do modelo baseado nas hipóteses levantadas; uma série de testes para testar estas hipóteses; e a análise econômica dos resultados.

No Capítulo 7 são apresentadas as conclusões gerais da pesquisa, levando em conta tanto a análise descritiva quanto a explicativa.

2 DÍVIDA EXTERNA: UMA APROXIMAÇÃO TEÓRICA

2.1 A contabilização da dívida externa

Uma definição importante que baliza a apuração da contabilidade da dívida externa dos países é a do FMI (2003). Esta se baseia na noção de que se um residente possui um passivo corrente com um não-residente que requer um pagamento futuro do principal e/ou de juros, de forma que este passivo representa uma exigência futura sobre os recursos da economia do residente, é contabilizado como uma dívida externa desta economia. A definição de Dívida Externa Bruta é dada:

Dívida externa bruta, em qualquer período, é o montante de passivos não pagos, correntes e não-contingentes que requerem pagamento do principal e/ou dos juros em algum momento no futuro, e que são devidos a não-residentes por residentes de uma economia. ¹ (FMI, 2003, p. 7)

A dívida externa bruta compreende a dívida registrada e a não registrada pelo Banco Central. Já a dívida externa líquida é obtida a partir da dívida bruta, subtraindo-se os valores relativos a reservas internacionais, no conceito de liquidez internacional, os haveres de bancos comerciais no exterior (obtidos através do Plano Contábil das Instituições Financeiras Nacionais - COSIF), e os créditos brasileiros no exterior (apurados pelo Banco Central do Brasil). (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2003)

Complementando esse conceito de dívida pode-se dividir em duas fontes de direito à exigência de um passivo. A primeira tem origem na cessão de um ‘valor econômico’, incluindo ativos (financeiros e não-financeiros), serviços e/ou rendimentos, usualmente através de um contrato. A dívida também pode ser criada pela ação de uma lei, como impostos, multas etc. (mesmo que a questão da aplicabilidade da lei em não-residentes não seja absoluta). (FMI, 2003)

Outras questões importantes sobre critérios de contabilização da dívida externa são ainda trazidas pelo FMI (2003):

- A definição de dívida externa não distingue se o pagamento requerido trata do principal ou de juros acumulados;
- É a exigência de um pagamento futuro, e não a forma que terá este pagamento, que define a dívida;

¹ Tradução do autor de : “Gross external debt, at any given time, is the outstanding amount of those actual current, and not contingent, liabilities that require payment(s) of principal and/or interest by the debtor at some point(s) in the future and that are owed to nonresidents by residents of an economy.”

- A definição não requer que para constituir uma dívida um passivo tenha que ter prazo pré-determinado. Portanto, englobaria passivos de fundos de pensão e de companhias de seguros de vida com seus participantes não-residentes;
- A definição de residentes e não-residentes (central na definição de dívida externa) deve ser clara nas estatísticas dos países: a residência é determinada no espaço que constitui o centro de interesse econômico, normalmente onde está espacialmente localizado, e não a sua nacionalidade formal;
- Passivos contingentes, que necessitam de uma ou mais condições incertas (mesmo que prováveis), para passarem a ser exigíveis, não devem ser contabilizados como dívida externa. Mas é importante o cálculo separado desta categoria, visto que estes passivos contingentes têm o potencial de se transformarem em correntes;
- Participação em empresas, em forma de ações, e derivativos financeiros não devem ser incluídos no cálculo da dívida. Isso porque não requerem pagamento do principal ou de juros.

Este relatório do FMI dá os parâmetros para os sistemas de mensuração de agregados macroeconômicos da contabilidade nacional dos países. No caso brasileiro, pode-se perceber que o Banco Central do Brasil (2003) segue as metodologias indicadas pela quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional e na publicação “Estatísticas de Dívida Externa: Guia para compiladores e usuários”, citada anteriormente.

Neste sentido, a definição e os parâmetros para cálculo seguem os já descritos pelo FMI (2003). Outra característica relevante do cálculo e da publicação da dívida é a sua discriminação em dívida pertencente ao Governo Geral, Autoridade Monetária, Bancos, Outros Setores e Empréstimos Intercompanhia. Uma segunda discriminação trata do prazo de vencimento original, em curto (até 360 dias) e médio e longo prazos (acima de 360 dias). E a terceira trata do instrumento da dívida. Quanto a esta discriminação, cabe aqui citar o Banco Central do Brasil(2003):

- Bônus e *Notes* (Instrumentos de mercado monetário): operações baseadas em emissão de títulos tais como bônus, *Notes*, e *Commercial Papers*, excluindo-se as operações dessa categoria classificadas como Empréstimos Intercompanhias;
- Empréstimos: operações diretas de empréstimos em moeda, inclusive empréstimos concedidos pelo FMI, BID, Banco Mundial e outros Organismos multilaterais e Agências bilaterais. Exclui empréstimos classificados como Intercompanhias;
- Créditos Comerciais: operações de financiamentos de importação e de serviços concedidos por fornecedores (*Supplier's Credit*) e por bancos estrangeiros e brasileiros no exterior (*Buyer's Credit*);
- Outros passivos de dívida: financiamentos obtidos junto a Organismos multilaterais e Agências bilaterais e outras operações de dívida externa;

- Empréstimos Intercompanhias: operações de empréstimos em moeda contraídas por empresas do setor privado não financeiro, inclusive a Petrobras, junto a entidades privadas estrangeiras não financeiras.

Estas definições preliminares são importantes para entender o papel das relações da economia brasileira com o resto do mundo, materializadas, em parte, no comportamento da dívida externa.

2.2 Dívida externa, poupanças externas e países em desenvolvimento

As razões da necessidade de recursos externos para economias em desenvolvimento são abordadas por vários autores. Maka (1997, p. 7) afirma que, para países com baixa taxa de poupança doméstica, como o Brasil, “torna-se extremamente importante a participação da poupança externa, na forma de déficit(s) do balanço de pagamento em conta corrente, como fonte complementar de financiamento dos investimentos.”

Bresser-Pereira e Gala (2005, p.3), citando autores como Rosenstein-Rodan, Nurkse e Lewis, mostram como a teoria do desenvolvimento identifica como a escassez de poupança nos países em desenvolvimento limita o crescimento destes, e afirmavam como “a poupança externa na forma de financiamentos e investimentos seria a forma por excelência de promover esse desenvolvimento”. Através de uma abertura econômica, os países em desenvolvimento se aproveitariam destas poupanças externas através de déficits em contas correntes.

Um modelo importante para a teoria do desenvolvimento é o dos dois hiatos, desenvolvidos por economistas da Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL). Os dois hiatos são entraves importantes para o investimento e, portanto, para o crescimento econômico de países em desenvolvimento. Os entraves são os hiatos de divisas e de poupança. Um desenvolvimento desta teoria é o modelo dos três hiatos, que incorpora uma terceira restrição ao investimento, o hiato fiscal. Esse modelo considera as restrições na disponibilidade de poupança privada, pública e externa (hiato de poupança), pela indisponibilidade de reservas em moeda estrangeira (hiato de divisas) e pela falta de capacidade de investimento do setor público (hiato fiscal). (SOUZA JR e JAYME JR, 2004)

O hiato de poupança limita os investimentos produtivos pela indisponibilidade de poupança. Além disso, “a oferta de crédito pode ser insuficiente e/ou ter custos excessivamente elevados (juros altos) para atender às necessidades de todos os setores

econômicos, principalmente no que se refere aos financiamentos de longo prazo”. (SOUZA JR e JAYME JR, 2004, p. 38)

Países em desenvolvimento, em geral, possuem deficiências em suas estruturas produtivas, principalmente no setor de bens de capital. Isso limita o investimento à oferta de divisas, uma vez que o investimento dependerá da importação de máquinas e equipamentos não produzidos (ou não suficientemente produzidos) internamente. A oferta de divisas dependerá, por sua vez, do nível de exportações ou de entradas de recursos via empréstimo, investimento direto etc. Essa é a descrição do hiato de divisas. (SOUZA JR e JAYME JR, 2004)

Outra particularidade de países em desenvolvimento é o papel central desempenhado pelo setor público, sendo reservado ao Estado os investimentos em infra-estrutura e nas indústrias básicas. O terceiro hiato, portanto, é o fiscal, que trata das limitações para os investimentos descritos. “A introdução do hiato fiscal no modelo abre a possibilidade de que o investimento total fique aquém do nível permitido pelos hiatos de poupança e divisas”. Isso ocorre quando há limitações no financiamento das despesas do governo, afeta seu investimento, e limita indiretamente o investimento de toda a economia, uma vez que os investimentos privados, em economias em desenvolvimento, dependem em grande parte do ambiente infra-estrutural e de oferta de insumos básicos garantidos pelo setor público. (SOUZA JR e JAYME JR, 2004, p. 39-40)

O trabalho de verificação empírica do efeito dos três hiatos no Brasil, de Souza Jr. e Jayme Jr. (2004, p. 62), mostra, para o período 1970-2000, uma relevante restrição do hiato de poupança, e identifica o hiato de divisas como a principal restrição ao crescimento econômico. “Quando há desequilíbrios nas contas externas, como na primeira metade dos anos 1980 e final dos anos 1990, o governo é forçado a tomar medidas que visem estimular o aumento das exportações e conter a absorção interna (consumo e investimento)”, assim como estimular o fluxo líquido de capitais estrangeiros, com a finalidade de garantir divisas externas.

Studart (2005, p. 345-346) faz ressalvas quanto à interpretação de hiato de recursos como fator de elevação de passivos externos, partindo da constatação da inadequação do sistema financeiro nacional quanto aos financiamentos de longo prazo. Dada a escassez de financiamento em condições razoáveis (de custo e de prazo), em uma situação de abertura da conta de capitais existe um incentivo aos agentes privados de buscar financiamento em moeda estrangeira. “Gera-se assim um passivo externo que em nada está associado a uma demanda por hiato de recursos”.

De qualquer forma, seja pela existência de um hiato ou da inadequação ou subdesenvolvimento de um sistema financeiro para ofertar capitais, o fato constatado pelos autores citados é que há uma constante necessidade de entrada de capitais forâneos em nossa economia.

2.3 Comércio e restrição orçamentária intertemporais

Segundo Krugman e Obstfeld (2005, p.123-137) “os movimentos internacionais de capitais são uma característica importante do cenário da economia internacional”. Esses movimentos podem ser interpretados como um tipo de comércio intertemporal, em que países trocam bens presentes por bens futuros. O comércio intertemporal é uma interpretação alternativa, sob uma visão do lado real da economia, do mercado de capitais internacionais, uma vez que é através da tomada de capital externo (que exigirá rendas futuras, além do principal) que se dá a oferta de bens futuros em troca de bens presentes. O consumo intertemporal em termos presentes (com valor futuro descontado), de uma economia é dado pela igualdade:

$$D_T = D_P + \frac{D_F}{(1+r)}$$

Sendo D_T = consumo total, D_P = consumo presente, D_F = consumo futuro, r = taxa de juros real.

O país que troca bens futuros por presentes é o tomador do empréstimo, e o papel inverso é desempenhado pelo prestador. Ambos os países possuem fronteiras de possibilidades de produção intertemporais diferentes, que na presença de um ‘mercado de bens intertemporais’, ou seja, um mercado de capitais e de produtos livre, resulta na troca de bens presentes por bens futuros. O ‘preço’ em vigor neste mercado é a taxa de juros, e é determinado pela oferta e demanda de bens futuros. Do lado da produção intertemporal, pode-se afirmar que é expressa pela seguinte igualdade:

$$Q_T = Q_P + \frac{Q_F}{(1+r)}$$

Sendo Q_T = produção total, Q_P = produção presente, Q_F = produção futuro, r = taxa de juros real.

Intertemporalmente, o consumo deve ser igual à produção da economia. Disto se deriva a restrição orçamentária intertemporal:

$$D_P + \frac{D_F}{(1+r)} = Q_P + \frac{Q_F}{(1+r)}$$

Rearranjando a restrição, pode-se chegar à situação de equilíbrio intertemporal do comércio para os dois países envolvidos:

$$1) (D_P - Q_P) \cdot (1+r) = Q_F - D_F$$

$$\text{sendo: } D_P > Q_P, \text{ e } Q_F < D_F$$

e

$$2) D_F - Q_F = (Q_P - D_P) \cdot (1+r)$$

$$\text{sendo: } D_P < Q_P, \text{ e } Q_F > D_F$$

A primeira situação é a do demandador de empréstimos, e, portanto, ofertante de bens futuros, que tem um déficit de produção presente em relação ao consumo presente, mas tem que compensar com um superávit futuro, acrescido dos juros. A segunda trata do credor, demandante de bens futuros, que tem um déficit futuro que se iguala ao superávit presente acrescido de juros.

Também pode-se chegar à restrição orçamentária intertemporal através do incentivo ao empréstimo e do comportamento do balanço de pagamentos. Paulani e Braga (2001) afirmam que um déficit na conta corrente do balanço de pagamentos só se torna um problema quando é sistemático e sem perspectiva de reversão no longo prazo. Mas não é apenas no longo prazo que isto constitui um problema, uma vez que a percepção dos credores quanto à impossibilidade de pagamento futuro afeta a capacidade de financiamento presente.

Maka (1997, p. 8) identifica este fator como *creditworthiness*, que diz respeito à percepção dos investidores estrangeiros quanto à capacidade do país honrar seus compromissos externos. Dentre as avaliações de *creditworthiness* pode-se destacar a classificação de risco soberano das empresas de *rating* (Moody's, Standard & Poor's) e o preço dos títulos de dívida externa em mercado secundário.

Entretanto, o fator chave para que um país desfrute de *creditworthiness*, e, portanto, tenha acesso a grande volume de recursos, é que ele seja capaz de, ao longo do tempo, gerar recursos que lhe permitam honrar seus compromissos. Segundo Maka (1997, p. 10):

Conceitualmente, isso equivale à exigência que o país seja intertemporalmente solvente, isto é, que o país respeite sua restrição orçamentária intertemporal, de modo que o valor atual das transferências de recursos para o exterior iguale-se ao valor presente de seu passivo externo.

A restrição orçamentária nos diz, portanto, que um país endividado deve transferir recursos para o exterior, ao longo do tempo, de modo que o valor presente descontado destas transferências iguale sua dívida inicial.

2.4 A sustentabilidade da dívida externa

Outro aspecto fundamental para o sucesso de uma “estratégia de financiamento do desenvolvimento via poupança externa” é a análise de sua sustentabilidade (MAKA, 1997, p. 12). Giambiagi *et al* (1998) identifica alguns dos principais indicadores de sustentabilidade:

- Relação dívida externa/PIB, que mede o esforço – ou a perda de bem-estar – que o país terá de incorrer para cumprir seus compromissos externos. Possui um problema de grande sensibilidade a variações na taxa de câmbio, visto que esta transforma o PIB de reais para dólares.
- Relação dívida externa/exportações, que mede a capacidade do país de saldar suas dívidas, visto que as exportações são capazes de gerar divisas necessárias para o seu pagamento. Tem a vantagem de não ser sensível à taxa de câmbio, uma vez que as exportações já são dadas em dólares.

Porém, os indicadores baseados nesta abordagem referem-se apenas à capacidade de pagamento. Um outro aspecto a se considerar é a liquidez, já que, “dada a imperfeição dos mercados de capitais, os países endividados, mesmo quando apresentam condições de solvência a longo prazo, estão sujeitos a crises de liquidez que podem dificultar ou inviabilizar o pagamento da dívida de curto prazo”. (GIAMBIAGI *et al*, 1998, p. 451)

Um terceiro aspecto da sustentabilidade da dívida externa é, como visto em Giambiagi *et al* (1998, p. 450-451), o *willingness-to-pay*². Nesse caso, mesmo com as condições de capacidade de pagamento e liquidez para honrar os compromissos, mesmo no curto prazo, o país devedor pode não estar disposto a fazê-lo, caso haja, por parte dos *policy makers*, a percepção de que a punição pelo não pagamento da dívida seja baixa em relação ao ganho esperado com esta medida. Deste modo, “o risco associado ao repúdio da dívida externa estabelece um jogo estratégico entre devedores e credores que impõe restrições adicionais à

² Traduzido como disposição ou incentivo ao pagamento.

concessão de novos créditos e, conseqüentemente, à sustentação de situações de endividamento”.

Batista Jr. (2002, p.359-360) lista uma série de requisitos para que a tomada de recursos externos possa ser feita “com segurança, e com benefícios para a coletividade”. O primeiro é o controle do ritmo de absorção de capitais externos e de crescimento das obrigações com o exterior. O segundo é o controle da estrutura temporal das obrigações internacionais – administração do perfil da dívida – de modo que se mantenha o volume de passivos de curto prazo e voláteis num patamar seguro. Em seguida, os recursos captados no exterior devem preferencialmente financiar a formação de capital e não o consumo, de modo que se possa garantir fluxo de rendas futuro para o pagamento de juros e do principal. Em quarto lugar, que esses investimentos sejam de boa qualidade e gerem uma taxa de lucro superior à de juros, garantindo o requisito anterior. Em quinto, que os investimentos ocorram nos setores exportadores, capazes de gerar as divisas necessárias para o pagamento.

Maka (1997, p.11-12) complementa estes requisitos, enumerando três ‘lições’ da necessidade de pagamento da dívida:

- Importância da utilização dos recursos externos em atividades que aumentem a capacidade produtiva do país, ao invés de utilizá-los para financiar consumo presente, o que resultaria na necessidade de corte de dispêndio futuro;
- Importância da aplicação de recursos no aumento da competitividade internacional e no setor exportador, capaz de gerar as divisas necessárias para o pagamento da dívida;
- Alterações na remuneração dos passivos têm impactos importantes sobre a restrição orçamentária intertemporal, com efeitos de aumento do ônus do endividamento externo. A possibilidade de situações adversas, internas e externas, deve estar incorporada na gestão da dívida externa.

As questões vistas até aqui, de conceituação, necessidade de recursos externos, restrição orçamentária intertemporal e sustentabilidade formam um referencial básico para o estudo da dívida externa brasileira, que se desenvolve ao longo do trabalho.

3 O PROCESSO DE ESTATIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA NAS DÉCADAS DE 70 E 80

3.1 O contexto econômico

É importante, antes de analisar o processo de estatização da dívida, entender o contexto econômico por que passava o Brasil. A partir de 1973, findo o ciclo do milagre econômico, o Brasil passa a sentir os efeitos da mudança de cenário. Entre estes fatos pode-se destacar a quadruplicação do preço do petróleo (primeiro choque do petróleo), e outros fatores decorrentes, como mudança adversa das relações de troca e queda do ritmo de crescimento das importações dos países industrializados, prejudicando as exportações brasileiras (BARBOSA e CAL, 1992). As opções de possíveis políticas de ajuste externo, diante do impacto na economia brasileira eram, segundo Baer (2002, p. 109):

Reduzir substancialmente o crescimento a fim de diminuir sua conta de importações não referentes a petróleo, ou poderia optar por elevadas taxas contínuas de crescimento, o que implicava um declínio significativo nas reservas cambiais do país e/ou um grande aumento de sua dívida externa.

A política escolhida, diante da necessidade política do regime militar, foi a segunda, considerada um ajuste estrutural, “que visa remover ou atenuar a restrição externa de crescimento, de forma duradoura, através da substituição de importações e do aumento da capacidade de exportar” (HERMANN, 2005, p. 99). A estratégia de ajuste estrutural é então materializada no II PND, anunciado em 1974.

Tratava-se de um ousado plano de investimentos públicos e privados (estes seriam incentivados por políticas específicas), a serem implementadas ao longo do período de 1974-79, que se propunha a cobrir áreas de fronteira entre o subdesenvolvimento e o desenvolvimento. Os novos investimentos eram dirigidos aos setores, identificados, em 1974, como os “grandes pontos de estrangulamento” que explicavam a restrição estrutural e externa ao crescimento da economia brasileira: infra-estrutura, bens de produção (capital e insumos), energia e exportação. (HERMANN, 2005, p. 100)

Porém, dados os prazos e as magnitudes das inversões a serem realizadas, a viabilização deste plano dependia basicamente de fontes de financiamento públicas e externas.

3.2 A natureza do endividamento e a estatização da dívida externa

Conforme o discurso oficial do governo militar, no final dos anos 60 e início dos anos setenta, a captação de recursos externos era elemento vital para a viabilização de altas taxas de crescimento da economia brasileira, uma vez que este encontraria restrições tanto pelo lado do setor externo como pelo lado da poupança interna. O apelo a recursos externos era, portanto, a utilização da contribuição de poupanças externas ao esforço de desenvolvimento da economia nacional. (CRUZ, 1983).

O primeiro movimento de aceleração da dívida externa no período ocorre no ciclo expansivo de 1968 a 73. Este ocorreu, porém, sem a necessidade de grande entrada líquida de recursos, visto que o crescimento das exportações compensou o aumento das importações, gerando um balanço comercial equilibrado. No lado dos serviços, viu-se certo déficit, porém menor que o volume de captações no exterior. O que ocorreu, e que contesta a lógica do discurso do governo militar da época, foi um caráter predominantemente financeiro do endividamento ocorrido no período, que resultou no aumento da dívida e na acumulação de reservas internacionais. Como determinante dessa fase da dívida, pode-se citar a convergência do alargamento das fronteiras de aplicação dos eurodólares e uma situação de grande liquidez internacional com o ciclo de crescimento interno, que encontrou no setor externo as melhores opções de financiamento. Por causa destes fatores, houve uma predominância das captações privadas, notadamente por empresas de capital internacional (CRUZ, 1983).

O período de 1974 a 76 já é marcado por fortes desequilíbrios na balança comercial, fruto das condições adversas e recessivas do mercado internacional, do primeiro choque do petróleo, da deterioração dos termos de troca e da redução das importações dos países cênicos. Nesse momento a captação de recursos externos passa a constituir meio de superação do hiato de recursos. O declínio dos investimentos privados é, em boa parte, compensado pelas inversões do setor público, “sob a política triunfalista de “Brasil - potência” do II PND”. Portanto, a taxa de crescimento vista neste período é sustentada basicamente por inversões públicas, visto também que as captações privadas estacionam nominalmente em um patamar, ao mesmo tempo em que as captações públicas se elevam e ultrapassam as privadas em volume. O resultado deste cenário foi a simultaneidade de desequilíbrios comerciais e financeiros, prenunciando as dificuldades externar por vir. (CRUZ, 1983, 74-76).

No período seguinte, 1977/78, a dívida externa bruta cresce a uma taxa média anual de cerca de 30%. Esse período é marcado pelo quase equilíbrio do balanço comercial, dada uma recuperação das economias capitalistas avançadas. A partir deste período, fica nítida a financeirização da dívida externa, dado seu caráter autocumulativo: captações feitas para sua rolagem e pagamento de juros. As autoridades governamentais intensificam o estímulo às captações privadas, sem lograr êxito.

Conclui-se, portanto, que o novo impulso da dívida externa brasileira resultou de um segundo momento de “transbordamento” do euromercado de moeda e de uma política econômica decididamente indutora de tomada de recursos externos, [...], apresentando como contrapartidas principais o próprio custo da dívida e o acúmulo de reservas internacionais. (CRUZ, 1983, p. 78)

Nos anos de 1979 e 80 o cenário externo tornou-se novamente pouco favorável: segundo choque do petróleo e retorno a uma conjuntura recessiva, assim como elevação das taxas básicas de juros praticadas no mercado internacional. Volta-se a uma situação de desequilíbrio na balança comercial. A novidade deste período é o saldo negativo na conta capital, o que significa que o acréscimo da dívida, além de não gerar recursos para o financiamento da conta de mercadorias e de serviços produtivos foi insuficiente para o pagamento dos juros vencidos no período. (CRUZ, 1983).

Cruz (1993, p.6) identifica duas grandes etapas da estatização da dívida externa. A primeira entremeia os dois choques do petróleo, em um momento em que “o aumento da participação estatal decorreu da maior participação de entidades públicas nos fluxos anuais de novos empréstimos. Nessa etapa, as empresas estatais foram o veículo, por excelência, da estatização”. Na segunda etapa, cujos marcos iniciais são o segundo choque do petróleo e o choque dos juros internacionais, vê-se um crescimento ainda maior das captações de empresas estatais e de órgãos de administração direta. Mas o que marca esta fase é:

A transformação do Banco Central em depositário crescente de passivos denominados em moeda estrangeira, seja através da transferência maciça de dívidas velhas, contratadas originalmente pelo setor privado, seja através dos depósitos de projetos oriundos da sistemática de negociação instituída em 1982, após a interrupção das linhas voluntárias de crédito. (CRUZ, 1993, p.7)

Quanto aos determinantes da primeira etapa de estatização, pode-se recorrer à afirmação de Cruz (1983, p. 98):

A perda de posição relativa das captações privadas decorreu, fundamentalmente, da desaceleração da taxa de crescimento do produto e da redução das inversões privadas, à medida que ambas afetaram negativamente a demanda por crédito em cruzeiros, inclusive em seu componente externo.

Em outras palavras, enquanto o crescimento do produto se manteve vigoroso, a demanda por crédito do setor privado foi suficiente para garantir um ingresso importante de

recursos externos. Quando este crescimento se desacelera, numa conjuntura em que se ampliaram as necessidades de recursos externos, as captações privadas diminuiram, o que condicionou o setor público a assegurar a entrada necessária de recursos, aumentando a sua participação no total da dívida.

Outro fator levantado por Cruz (1983, p.100), já no final da década de setenta, para a redução das captações privadas, foi a série de sucessivas mudanças nas regras estabelecidas pelas autoridades monetárias em relação ao câmbio. Medidas como o depósito compulsório e a aceleração de minidesvalorizações em 1979, e a prefixação da correção cambial em níveis irrealistas contribuíram para elevar o grau de incerteza quanto à captação de recursos externos, e mesmo quanto ao retorno de novas inversões.

A necessidade crescente de captação pelo setor público encontra nessa primeira fase grande concentração na atuação das estatais. A sua necessidade de financiamento externo é agravada pela necessidade de investimentos a elas delegadas no âmbito do II PND e pela restrição de acesso aos recursos internos, que estavam voltados ao setor privado, e que juntamente com uma política contencionista de preços e tarifas e de redução de repasses diretos, restringiu a sua capacidade de autofinanciamento. (CRUZ, 1983)

A segunda etapa é marcada pela tentativa das autoridades monetárias de estimular as captações privadas.

Entretanto, não obstante as novas medidas de estímulo ao aprofundamento do endividamento privado – mecanismos *hedge* (circular 230 e instrução 432), diferencial de taxas de juros, etc. –, o comportamento das empresas privadas foi de cautela tendo em vista tanto o novo cenário internacional como a desaceleração da taxa de crescimento das inversões privadas. (CRUZ, 1993, p. 8-9)

Com o uso intensivo dos mecanismos de proteção contra risco cambial – a que são acrescidos os depósitos registrados em moeda estrangeira –, e com a transformação do próprio Banco Central em tomador de empréstimos junto aos bancos internacionais, no processo de renegociação de dívida com os credores internacionais e o FMI, em fins de 1982, agravou-se ainda mais a estatização da dívida. Ao mesmo tempo, as empresas privadas utilizaram tais mecanismos para seu ajuste financeiro, transformando sua dívida externa atrelada à variação cambial em compromisso com o Banco Central, transferindo a este o risco da já pequena porção de dívida externa pertencente ao setor privado. As empresas estatais não puderam utilizar tais mecanismos, e assim se viram forçadas a um endividamento em bola de neve. Um conduto final de estatização, já nos anos oitenta, foram as renúncias fiscais, contenção de preços e tarifas estatais e mesmo subsídios que o Estado proporcionou para incentivar a

exportação das empresas privadas, visto o estancamento dos recursos internacionais e a necessidade de gerar superávits comerciais. (CRUZ, 1993, p. 10-13).

Nessa fase final, a estatização passa de um caráter de composição de dívida para um processo de transferência real de recursos, decorrente da estatização anterior, determinada por uma dicotomia: “encargos de dívida externa de responsabilidade eminentemente pública (estatização da dívida) e saldos de exportação gerados essencialmente pelo setor privado”. (CRUZ, 1993, p. 20-21)

O que se espera capturar destas análises da estatização dos anos setenta e oitenta não é tanto os fatos e contextos históricos, como o II PND e as crises, mas sim os comportamentos dos setores público e privado diante de situações diversas de liquidez internacional, patamar de taxas de juros interna e externa, dinamismo econômico brasileiro e internacional, necessidade de equilibrar o balanço de pagamentos etc.

Citando ainda Cruz (1993), podem ser identificadas preliminarmente duas dimensões do processo de endividamento desse período. A primeira parte de uma ótica microeconômica, dos determinantes que induzem os agentes – no caso empresas privadas e estatais – a realizarem as captações de recursos fora do espaço econômico brasileiro. Nessa dimensão, consideram-se as condições de oferta do crédito internacional, assim como o âmbito da concorrência, a valorização dos capitais, as decisões quanto aos *portfolios*, e formas de financiamento.

Dentro da dimensão microeconômica cabem ainda os efeitos que levaram à redução das captações privadas ao longo da década de setenta, aqui chamadas de efeito produto, em que à medida que a taxa de crescimento brasileira diminuiu, os investimentos privados também declinaram, assim como sua necessidade de novos recursos, incluindo os externos; e o efeito custo de captação, que consiste na relação inversa da captação externa e da taxa de juros cobrada por este recurso.

A segunda dimensão é a macroeconômica, em que o endividamento externo deve ser analisado como componente do balanço de pagamentos e, desta forma, como financiador das transações correntes realizadas com o resto do mundo, ou, como gerador de saldos que serão acumulados sob a forma de reservas internacionais. Sendo o resultado do balanço de pagamentos o produto de um conjunto anárquico de decisões internas e externas, esta é:

Mediada pela ação regulatória estatal que, além de impor regras gerais para as operações denominadas em moeda estrangeira, altera os preços relativos e age sobre as decisões individuais com vistas a assegurar determinados resultados globais nas contas externas, compatíveis com outros objetivos de política econômica. (CRUZ, 1993, p. 3)

Essas indicações de dimensões dos condicionantes dos comportamentos das tomadas de recursos e conseqüentemente das dívidas externas, pública e privada, são desenvolvidas teoricamente nas seções seguintes.

4 DETERMINANTES DA DÍVIDA EXTERNA

4.1 Determinantes da dívida externa pública

Uma aproximação do comportamento fiscal e financeiro do Estado pode ser feita a partir da literatura de Finanças Públicas. Giambiagi e Além (2000) afirmam que a necessidade de um Estado que intervém na economia decorre da existência de falhas de mercado. Dentre estas falhas, cabe aqui discutir a existência de externalidades. Como manutenção de externalidades positivas e evitando externalidades negativas para o país, pode-se citar a manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos e a sustentabilidade da dívida externa, que evitam uma redução muito drástica das reservas, a necessidade de operações de regularização ou mesmo a necessidade de uma moratória. Tais situações abalariam a confiança dos investidores externos no nosso país, ocasionando uma grande dificuldade de captação, seja por restrição desta ou por uma elevação do seu custo.

Das falhas de mercado decorrem, segundo Giambiagi e Além (2000), as funções do Estado, que se dividem em alocativa, distributiva e estabilizadora. Dentre essas deve-se destacar a função estabilizadora. A respeito dela, Longo e Troster (1993, p. 24) afirmam que “a política econômica é orientada para atingir objetivos como equilíbrio no balanço de pagamentos, aceitável taxa de crescimento econômico, bem como objetivos de pleno emprego e razoável de estabilidade de preços”.

Rossetti (1987, p. 192-195) identifica o equilíbrio das transações econômicas com o exterior como um dos objetivos da política econômica de estabilidade. Afirma que é um objetivo que passou a assumir novas dimensões desde o primeiro choque do petróleo, assumindo em muitos países (como o Brasil no início da década de oitenta), papel central nos objetivos de política econômica. Nesses países, o que se verificou foram desequilíbrios nas transações externas que “passaram a atuar como fatores de desequilíbrio interno, interferindo não só nas taxas de crescimento do produto e nos níveis globais de emprego, como principalmente no equilíbrio geral de preços”.

Mas desequilíbrios em transações correntes são normais, e decorrem muitas vezes das flutuações normais do ciclo econômico. Porém, quando persistem desequilíbrios sistemáticos em dada direção, as instituições e autoridades monetárias normalmente utilizam de estímulos ou realizam diretamente movimentos compensatórios de capital, compensando os

movimentos autônomos da economia, fazendo com que o balanço de pagamentos se equilibre. (ROSSETTI, 1987)

Apesar de o equilíbrio externo ser um objetivo importante de política monetária, certo desequilíbrio também é desejável em algumas circunstâncias. Portanto, pode ocorrer superávit como meio de reduzir a taxa de desemprego durante períodos de recessão. Inversamente, o déficit do balanço de pagamento pode ser um meio de absorção de pressões inflacionárias internas, dado o enxugamento de excesso de meio de pagamento. Pode ocorrer ainda desequilíbrio nas contas externas e mesmo a expansão do endividamento externo sejam condições temporárias para a aceleração do crescimento econômico. (ROSSETTI, 1987)

Quanto à formulação dos objetivos quanto ao balanço de pagamentos, Rossetti (1987) afirma que é necessário antes o diagnóstico do desequilíbrio existente. Desequilíbrios meramente conjunturais geralmente não exigem mais que medidas para seu financiamento. Dentre essas medidas, estão a facilitação ou estímulo do ingresso autônomo de capitais de risco ou para contratação de empréstimos externos; maior rigor de controles cambiais para saída de reservas internacionais; negociações diretas da autoridade monetária com organismos internacionais e instituições financeiras externas para aporte de capitais compensatórios; renegociação de prazos de amortização de dívida externa etc. Já os desequilíbrios crônicos e estruturais, exigem políticas mais elaboradas, devido à multiplicidade de fatores envolvidos.

Quanto à responsabilidade e operacionalização de tais tipos de políticas, o Banco Central do Brasil (2006, p. 24) afirma que a ele compete “garantir o funcionamento do mercado de câmbio, a estabilidade relativa das taxa de câmbio e o equilíbrio do BP [Balanço de Pagamentos]”. Os mecanismos utilizados para atingir estes objetivos são: negociação de ouro e moedas estrangeiras, realização de operações de crédito no exterior, administração de reservas cambiais do país, promoção da contratação de empréstimos e a colocação de títulos no exterior, acompanhamento e controle dos movimentos de capitais, e negociação de com instituições financeiras e organismos estrangeiros e internacionais, em nome do governo brasileiro.

Cerqueira (2002, p.294) identifica o embasamento legal para os programas de captação de recursos externos pelo Poder Executivo, que explicita os objetivos de tais ações:

Decreto-lei 1.312, de 15.02.74, que autoriza o Poder Executivo “...a contratar ou dar a garantia do Tesouro Nacional a créditos obtidos no exterior, junto a entidades oficiais ou privadas, destinados ao financiamento compensatório do balanço de pagamentos ou a promover a formação de adequadas reservas internacionais em moeda estrangeira.”

Diante do exposto, fica clara a preocupação do setor público com o equilíbrio do balanço de pagamentos. Portanto, dada a necessidade recorrente de cobertura de déficits em transações correntes e insuficiência de entrada de capitais, de risco (*portfolio*), investimento direto externo, e empréstimos privados, é esperado um comportamento de captação de recursos via empréstimos externos pelo setor público. Ou seja, o comportamento das captações externas públicas relaciona-se negativamente com as captações externas privadas, assim como se relaciona positivamente com a necessidade de financiamento externo.

Um outro objetivo do setor público brasileiro relativo à administração da dívida externa trata do seu planejamento e gestão. O Tesouro Nacional (2006, p. 16) afirma que:

O objetivo da gestão da Dívida Pública Federal – DFP, nela consideradas as dívidas interna e externa de responsabilidade do Governo Federal, é minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos.

Dessa afirmação pode-se extrair uma possível relação com a dívida externa pública. Trata-se do custo de captação, que se refere à taxa de juros cobrada no exterior, e também ao prêmio de risco específico ao nosso país, que devem ser minimizados.

4.2 Determinantes da dívida externa privada

Sobre as decisões financeiras das empresas, Gitman (2001) afirma que são pautadas pela meta de maximizar a riqueza dos proprietários da empresa. Essa, por sua vez, é mensurada, no caso de sociedades anônimas, pelo valor de suas ações, baseado no tempo de retorno dos resultados, na sua magnitude e no seu risco. Os resultados da empresa podem ser decompostos em receitas e despesas. Portanto uma maximização dos resultados resultará de uma combinação ótima de receitas e despesas, na qual as receitas almejadas serão as maiores, mais imediatas e certas possíveis, e as despesas as menores, certas e alongadas possíveis, ambas condizentes com a combinação ótima. Dentro das despesas podem-se explicitar os custos de captação de recursos, que seguirão a mesma lógica descrita.

Quanto à captação de recursos externos as empresas seguirão, considerando uma minimização dos custos relativos a esta, um comportamento de reduzi-las quando aumentam a taxa de juros externos em relação à taxa interna e a taxa de câmbio (custo de captação) e o risco relativo ao empréstimo. Do lado das receitas existe também uma relação importante, uma vez que o valor esperado desta depende das vendas esperadas, que por sua vez dependem do nível de atividade da economia.

Uma outra forma de aproximação da relação entre o setor privado e a sua captação de recursos externos é por meio de uma ótica macroeconômica. Essa aproximação se dá através do agregado macroeconômico investimento. O investimento privado depende, segundo Blanchard (2004, p. 84):

- Do produto, uma vez que as empresas que se defrontam com aumento de vendas precisam aumentar a produção;
- Do nível das taxas de juros, que é o parâmetro de custo de oportunidade do investimento: quanto maior a taxa de juros, maior o custo de oportunidade, e menor o nível de investimentos na economia.

A captação de recursos externos via empréstimos é uma das formas de financiamento de um investimento. Desta forma, encontra-se uma relação, a partir de uma visão macroeconômica, entre dívida externa privada e as variáveis produto (relação positiva) e a taxa de juros (relação negativa).

5 CARACTERIZAÇÃO DO PERÍODO: 1995-2006

5.1 O Plano Real e uma década de estabilidade

O Plano Real surge ainda no governo Itamar Franco, e começa a ser gestado em meados de 1993, pelo então ministro da fazenda Fernando Henrique Cardoso. É idealizado inicialmente como um plano em três fases.

A primeira fase seria o “estabelecimento do equilíbrio das contas do governo, com o objetivo de eliminar a principal causa da inflação brasileira” (CASTRO, 2005, p. 151). Como medidas dessa fase podem-se elencar o Programa de Ação Imediata (PAI), em 1993, e a aprovação do Fundo Social de Emergência (FSE), que resumidamente pretendiam combater a sonegação, estabelecer novos tributos e desvincular algumas receitas do governo. “A linha clássica de argumentação era a necessidade de ajustar os gastos públicos financiados com o imposto inflacionário” (MERCADANTE, 1998, p. 143). Essas medidas se mostraram insuficientes, como atesta Baer (2002), uma vez que foram incapazes de produzir um ajuste fiscal significativo. Porém, “o ajuste fiscal não foi, na prática, condição para a estabilidade”, visto que, mesmo sem a ocorrência do ajuste que se tinha planejado, o objetivo da estabilidade foi alcançado. (CASTRO, 2005, p. 154).

A segunda fase foi a criação da Unidade Real de Valor (URV), um padrão estável de valor baseado em boa medida no trabalho, da década anterior, de Pêrsio Arida e André Lara Resende. A vantagem do novo mecanismo de combate à inflação foi não recorrer ao congelamento de preços, como os planos anteriores. A grande inovação, portanto, foi permitir a conversão voluntária ao novo padrão monetário, deixando os preços se alinharem pela livre negociação, um dos grandes problemas do congelamento de preços. Ao mesmo tempo, a nova unidade monetária era atrelada ao dólar. (MERCADANTE, 1998)

A terceira fase foi a reforma monetária definitiva, com a criação do real, a conversão da URV para este e seu uso generalizado e único (ao contrário do momento anterior, em que a URV convivia com o Cruzeiro Real). Segundo Mercadante (1998) a estabilidade monetária atingida pelo plano se sustentou em alguns pilares. Em primeiro lugar na âncora cambial, fixando o real em um nível sobrevalorizado, que com a abertura comercial inundou o mercado interno, pressionando os preços de bens comercializáveis para baixo. A estabilidade foi apoiada também, num momento inicial, pelo congelamento provisório dos preços e tarifas públicas e pelo bom desempenho da agricultura. Castro (2005) cita alguns fatores de sucesso do plano real: condições externas favoráveis, como a abundância de liquidez internacional e o

elevado patamar de reservas, que juntamente com a maior abertura comercial, asseguraram a eficácia da âncora cambial; utilização da URV, em detrimento ao congelamento de preços, que comprovou ser um desindexador melhor, visto que permitia o alinhamento ‘natural’ dos preços (via mercado); apoio político no Congresso; e por último, mas não menos importante, a manutenção de altas taxas de juros, tornando-se mais uma âncora para os preços.

O plano real foi, portanto, muito bem-sucedido no combate à inflação. Porém, Giambiagi (2005, p.169) destaca que ao longo dos primeiros quatro anos a gestão macroeconômica “deixava dois flancos expostos, que estavam se agravando a olho nu: um desequilíbrio externo crescente e uma séria crise fiscal”.

Do lado fiscal, o equilíbrio das contas do governo não foi atingido, e a reforma fiscal que pretendia o governo não foi aprovada ao longo de todo o período. Giambiagi (2005) aponta quatro fatos que resumem a má situação fiscal do Estado brasileiro entre 1995 e 1998: déficit primário do setor público consolidado, déficit público médio de aproximadamente 7% do PIB ao ano e uma dívida pública crescente. O financiamento dos déficits públicos foi possível graças à manutenção de taxas de juros extremamente elevadas, cujo valor real aumentava à medida que a inflação caía. Com as sucessivas crises internacionais da segunda metade da década de noventa (México, Ásia e Rússia), os *spreads* das taxas de juros cobrados de países em desenvolvimento como o Brasil aumentaram continuamente, ao mesmo tempo em que o governo tentava financiar seu déficit e manter a âncora cambial.

Conseqüentemente, o governo viu-se num círculo vicioso: para manter a taxa de câmbio e financiar seu déficit teria de realizar empréstimos a taxas de juros crescentes, o que, por sua vez agravava a situação fiscal, e naturalmente, minava ainda mais a confiança dos investidores. (BAER, 2002, p.232)

Quanto ao desequilíbrio externo, a razão era o grande aumento das importações e deterioração da balança comercial, decorrentes da sobrevalorização do real frente ao dólar e à grande abertura comercial, como atesta Giambiagi *et al* (1998, p. 443):

Essa apreciação cambial, combinada com a recuperação do nível de atividade econômica doméstica que ocorreu no início da estabilização, provocou, contudo, a dramática reversão da balança comercial e dos saldos em conta corrente do país e, conseqüentemente, a elevação de seus níveis de endividamento externo.

Giambiagi (2005, p.170) afirma que, além do balanço de pagamentos ter afetado negativamente a conta corrente, o financiamento do déficit deste, a partir de 1995, gerou um “efeito de realimentação dos desequilíbrios”. Uma vez que esses eram financiados com novo endividamento externo ou investimento direto externo (IDE), a sua acumulação praticamente dobrou o pagamento de juros, lucros e dividendos, durante o primeiro mandato de FHC.

Outro fato importante nesse período é o processo de privatizações, que correspondem a boa parte do fluxo de IDE. As privatizações de empresas do setor de serviços públicos, principalmente, tiveram como objetivos gerais reduzir a necessidade estatal de aporte de recursos para investimentos no setor, e melhorar a eficiência, tanto sistêmica como microeconômica, das empresas privatizadas (GIAMBIAGI e ALÉM, 2000) e garantir um influxo de capitais para o país. Este último fator se mostrou importante para o financiamento dos déficits em conta corrente.

O resultado dos desequilíbrios foi, segundo Giambiagi (2005, p.175) “um progressivo desgaste da âncora cambial como instrumento básico da política econômica”. O que ocorreu foi o aumento acelerado dos passivos externos, ocasionado pela própria âncora, pelo efeito no balanço de pagamentos e pelas altas taxas de juros, necessárias para a entrada de capitais para financiar o déficit em conta corrente, que geraram despesas financeiras crescentes. Essa política econômica poderia ser sustentada enquanto fosse possível a ampliação do endividamento, tanto externo quanto público. O problema é que ao longo da segunda metade da década de 90, crises financeiras varreram o mundo, com efeitos nunca vistos antes, dado o nível de globalização financeira:

Entre o final de 1994 e o ano de 1998, o mercado financeiro internacional foi sacudido por três crises importantes. A primeira foi a do México, que eclodiu no apagar das luzes de 1994 e afetou fortemente os mercados emergentes no primeiro semestre de 1995. A segunda foi a dos países da Ásia em 1997, inicialmente originária da Tailândia e que se alastrou para a Coreia do Sul, Indonésia e Malásia. E a terceira foi a da Rússia, em 1998. Em todas elas, o Brasil foi seriamente afetado pelo “efeito contágio” associado à redução dos empréstimos aos países ditos “emergentes”, que sobreveio a cada crise. (GIAMBIAGI, 2005, p.176)

Somado à crise russa de 1998, outro revés sofrido pelo governo foi a rejeição da proposta de reforma das aposentadorias. Ocorre, no final do ano, grande fuga de capitais. Depois destes eventos, “em meados de janeiro de 1999, quando se tornou óbvio que as elevadas taxas de juros não podiam impedir a saída de capital e estavam gerando grande recessão econômica, o governo cedeu e permitiu que a taxa de câmbio flutuasse” (BAER, 2002, p.238)

O impacto da desvalorização no início de 1999, segundo Baer (2002, p.471), foi positivo. O impacto inflacionário foi relativamente suave, devido em parte pelo alto nível de capacidade ociosa no momento.

Nesse contexto se inicia o segundo mandato de FHC. Ressalta-se que ainda em 1998 o governo começou a negociar um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), para resistir a um quadro externo adverso, o que se mostrou insuficiente diante do ataque especulativo que levou ao abandono da âncora cambial. O regime de metas de inflação surge

como substituto da âncora cambial como pautador da política monetária. Quanto à esfera fiscal, Giambiagi (2002, p.11) afirma que “a partir da assinatura do acordo com o FMI no final de 1998, a política fiscal experimentou uma mudança drástica, com o país passando a operar sob um regime de restrição orçamentária efetiva”. Portanto, a partir de janeiro de 1999, como atesta Cintra (2005, p. 39) o governo brasileiro articula juntamente com o FMI uma política econômica baseada em três pilares: “câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais, para ajustar as contas externas; taxa de juro real elevada, para garantir o cumprimento das metas de inflação; superávit primário crescente, para conter o endividamento público”.

Quanto à situação externa, os três surtos de desvalorização da moeda brasileira, em 1999, 2001 e 2002, possibilitaram um vigoroso ajuste nas contas externas. A elevação das exportações foi estimulada, além do efeito das desvalorizações, pela elevação dos preços das *commodities*, mais que compensando as importações, que também se elevaram. (CINTRA, 2005)

A partir do início de 1999, o país inicia um processo de retomada do crescimento, que seria interrompido em 2001, com a conjunção de fatores como o apagão energético, o contágio da crise argentina, que diminuiu a entrada de capitais e os atentados de 11 de setembro, que abalaram a economia mundial. Segundo Giambiagi (2005) o balanço do período de 1999 a 2002 é ambíguo, dada a simultaneidade de baixas taxas de crescimento e altas taxas de juros reais com a melhora sistemática da balança comercial, do resultado em conta corrente e do ajuste fiscal, devido em boa parte à aprovação de leis que visavam garantir o equilíbrio orçamentário em todos os níveis da federação, cujo exemplo mais famoso é a Lei de Responsabilidade Fiscal.

Como afirma Bauer (2002), no ano de 2002 a economia brasileira é marcada por tensões oriundas de seu balanço de pagamentos, principalmente por causa da desconfiança dos investidores internacionais. Estes, além dos motivos já citados (crise energética, crise argentina, baixo crescimento econômico etc.), consideravam a perspectiva da eleição presidencial, que no fim do ano se confirmou, um risco para o cumprimento dos compromissos de pagamentos externos. Três indicadores refletem esta situação de desconfiança, como indica Giambiagi (2005a): o risco-país passou de 700 para 2000 pontos ao longo do ano, desvalorização do câmbio, com a cotação aumentando 68% em seis meses, e a elevação “dramática” da expectativa de inflação do ano seguinte.

Mas ao contrário que muitos (incluindo partidários do novo governo) esperavam, a postura em relação à política econômica foi de continuidade, com certa dose de *overshooting*

nas medidas (o resultado primário é um bom exemplo) e outras como renovação do acordo com o FMI, propostas de reformas tributária e previdenciária, que ajudaram a reverter as expectativas e mesmo os indicadores de confiança no país. (GIAMBIAGI, 2005a)

O resultado dos dois primeiros anos do governo foi influenciado pela evolução da taxa de câmbio e da inflação. Os pilares de política econômica (câmbio flutuante, taxa de juro elevadas, superávit primário) foram mantidos. A inflação retraiu, e a política fiscal foi mais contracionista que no governo anterior. A taxa de juros, elevada por causa da conjuntura de 2002, reduziu-se lenta e gradativamente. O real apreciou no período, mas seu efeito sobre a balança comercial foi em parte atenuado pela alta do preço das exportações e pela recuperação da demanda externa (Argentina, por exemplo) e pela penetração em novos mercados. (GIAMBIAGI, 2005a)

5.2 Vulnerabilidade externa da economia brasileira

A vulnerabilidade externa será aqui entendida como a vulnerabilidade da economia de um país às mudanças na dinâmica econômica e financeira nos países centrais. Prates (1998, p.1) afirma que a “vulnerabilidade externa é um elemento estrutural das economias periféricas e dependentes, como o Brasil”, problema que toma proporções cada vez maiores, dado o aprofundamento da globalização, ou mundialização, definição crítica do aumento de relações econômicas e financeiras, sob nova estrutura, trazido por Chesnais (1996). É um problema estrutural porque os países periféricos dependem, para seu desenvolvimento (como já visto no capítulo 2) dos fluxos de capitais externos, assim como de demanda para suas mercadorias.

Uma das principais formas de manifestação da vulnerabilidade são as crises cambiais, que recorrentemente atingem essa categoria de países, em vários momentos da história. Contudo, ao longo do tempo a vulnerabilidade apresentou diferenças qualitativas, sendo sempre determinada pelo tipo de inserção externa, e condicionados, por sua vez, pelas condições econômicas vigentes nas economias desenvolvidas. (PRATES, 1998)

Quanto ao caso brasileiro, Prates (1998, p. 1-2) afirma:

A vulnerabilidade externa dos anos 90 está relacionada com a inserção do país no processo de globalização financeira, viabilizada pela abertura financeira iniciada no final dos anos 80, que implicou uma ampla liberalização da conta de capital do Balanço de Pagamentos. Essa abertura inseriu-se num movimento mais geral de transformações do mercado financeiro internacional e implicaram aumento dos fluxos internacionais de capitais e mudanças na sua natureza. [...] Enquanto nos anos 80 a vulnerabilidade externa caracterizava-se pela ausência de financiamento externo voluntário e pela necessidade de transferência líquida de recursos ao

exterior, no contexto atual essa vulnerabilidade está associada ao processo de abertura financeira num ambiente de globalização financeira e produtiva e predominância de fluxos de capitais voláteis e, determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena aos países.

Batista Jr. (2002, p.173) afirma que, desde 1995, “a economia brasileira registrou expressivos desequilíbrios em suas contas externas, tornando-se cronicamente dependente de capital externo”. Isso foi determinado pelo longo período de sobrevalorização cambial e uma abertura precipitada do mercado interno às importações. Este desequilíbrio externo adquiriu um caráter estrutural, uma vez que a sobrevalorização cambial enfraqueceu os setores de bens e serviços exportáveis ou substitutivos de importação.

A vulnerabilidade externa do país é visível, segundo Batista Jr. (2005), nas sucessivas crises cambiais e de balanço de pagamentos (1995, 1997, 1998, 1999, 2001 e 2002). Essas dificuldades sempre estiveram ligadas a choques de repercussão mundial, mesmo que países, também da periferia da economia mundial, como Índia e China, passassem incólumes por elas. Por esse motivo, o autor afirma que os motivos da suscetibilidade a crises externas devem ser encontrados no âmbito interno.

Uma abordagem ortodoxa dá ênfase no papel dos déficits fiscais e na dívida pública como indicadores de baixa capacidade de pagamento, o que levaria à saída de capitais estrangeiros e fuga de capitais residentes. Mas, segundo Batista Jr (2005), apesar desta relação existir, ela é pequena se comparada com a relação inversa, de períodos de desconfiança deteriorando os indicadores da dívida pública, visto que os mecanismos para reversão de tais movimentos, como a elevação da taxa de juros, leva a essa deterioração. Uma explicação alternativa é proposta pelo autor:

A hipótese mais plausível é também a mais intuitiva: a explicação para a vulnerabilidade externa deve ser encontrada fundamentalmente na situação das próprias contas externas do país. A restrição primordial não reside nas contas fiscais, que são basicamente internas e liquidáveis em reais, e sim no balanço de pagamentos, isto é, nas transações em dólares e outras moedas de liquidez internacional – moedas que não emitimos e cuja oferta é escassa e altamente instável.

O fato da subordinação da política cambial à antiinflacionária na concepção do plano Real e posteriormente, é que deu o tom da vulnerabilidade externa. O déficit em transações correntes traduziu-se em crescimento contínuo do passivo externo líquido do país, ao qual se somavam pesados pagamentos de amortização de dívida externa. (BATISTA JR., 2005)

Após a onda de desconfiança de 2002, e mesmo com a apreciação cambial de 2003 as contas externas começam a apresentar ótimo desempenho. Especificamente a balança comercial, em parte pelo efeito compensatório da apreciação do peso argentino e do euro. Em

decorrência desses movimentos, vários indicadores externos melhoraram substancialmente. (GIAMBIAGI, 2005)

Batista Jr. (2005, p.55-56) concorda que “não há dúvida que o progresso em termos de balanço de pagamentos foi muito significativo, tendo superado todas as previsões”. Mas a fragilidade externa não chegou a ser eliminada, pois o ajustamento do balanço de pagamento em transações correntes pode não ser sustentado. Primeiro porque a boa situação reflete em parte uma conjuntura de bom desempenho externo combinado com baixo crescimento interno, que induz o superávit da balança comercial. Em segundo lugar por causa do patamar da taxa de câmbio, que desestimula os investimentos nos setores de exportação e de substituição de importação, e no médio e longo prazo torna o país cada vez menos capaz de restringir gastos ou gerar divisas. E terceiro pelo baixo nível das reservas internacionais, a primeira linha de defesa contra ataques especulativos e choques externos, se comparado com outros países emergentes, situação que mudou um pouco no ano de 2006, em comparação a 2005, mas que ainda pode vir a apresentar problemas, diante de crises internacionais muito fortes.

5.3 Movimentos e comportamento da dívida externa

Um primeiro evento importante a se considerar na trajetória da dívida externa brasileira no período estudado, e importante para o reingresso do Brasil como grande captador de recursos externos, foi o Plano Brady. Esse plano de renegociação de dívida externa, iniciado em 1989 por Nicholas Brady, então secretário do Tesouro Americano, apresentava propostas como o desconto e redução da dívida junto aos bancos privados através da recompra direta dos títulos pelo país devedor. Através disso substituiu a dívida velha por novos bônus que seriam distribuídos para o mercado, em processo de securitização da dívida, tendo os organismos multilaterais para garantir uma eventual inadimplência dos países. Uma outra garantia dada foram títulos do Tesouro Americano, que poderiam ser utilizados no pagamento do principal do bônus por ele garantido. Os princípios desse plano foram aplicados à renegociação de dívida de vários países em desenvolvimento, como o México, Venezuela, Argentina, entre outros. (CALDERON e FONTES, 1998)

Entretanto, foi apenas na década de 90 que o Brasil efetivou a renegociação da dívida externa proposta pelo Plano Brady, através de um acordo preliminar com os bancos em 1992, e com a assinatura de acordo em abril de 1994, no final da gestão de Fernando Henrique Cardoso como Ministro da Fazenda. Uma mudança decorrente do acordo firmado foi a

transferência de responsabilidade do Banco Central quanto às obrigações externas para a União.

A conclusão do acordo resultou em redução imediata de US\$ 3,9 bilhões de um total de US\$ 46,7 bilhões de dívida negociada, com a emissão dos bônus de desconto. Ocorreu também a redução adicional do serviço da dívida de, aproximadamente, US\$ 4 bilhões, em valor presente, ao longo de 30 anos de pagamento. (CALDERON e FONTES, 1998, p.10)

Com a reestruturação da dívida, num ambiente de otimismo que existia no início do Plano Real, bom desempenho macroeconômico, aliados às precedentes aberturas comercial e financeira, e a um momento favorável da economia mundial, inicia-se um ciclo de entrada de capitais. Isso permitiu “o estabelecimento de vínculo creditício do Brasil com o exterior, reabrindo a possibilidade de ingresso de divisas, por esta forma, para manutenção dos níveis adequados de reservas internacionais, o que era tanto mais relevante naquele momento”. (CERQUEIRA, 2003, p. 294)

Esse ciclo foi importantíssimo para a conquista da estabilidade monetária, pois, como já visto, um dos seus principais mecanismos foi o câmbio fixo e sobrevalorizado, que resultou em déficits em transações correntes, possibilitados e compensados por essa entrada de capitais.

O retorno do Brasil na colocação de títulos de dívida pública externa deu-se nos anos de 1995 e 1996. Mesmo que com volume pouco expressivos, foram importantes para marcar o retorno do país nos mercados externos, “dando a opção para a iniciativa privada de realizar captações externas em condições melhores que as obtidas aqui no país”. (CERQUEIRA, 2003, p. 296)

O lançamento de títulos da dívida pública externa continuou em 1997, ampliando o volume captado. Mas a crise asiática ocorrida na segunda metade do ano retraiu os mercados de capitais, principalmente para países emergentes. Com a intervenção de países do G7 e do FMI, a crise foi contornada até o fim do ano, e no início de 1998 o mercado de capitais voltou a ser receptivo para emissões de países emergentes. Já no segundo semestre desse ano ocorre nova deterioração das condições do mercado financeiro internacional, desta vez decorrente da crise russa, e eleva os custos para os papéis de países emergentes. (CERQUEIRA, 2003, p. 305-306)

A seqüência de crises nos anos 1997 e 1998 elevaram o grau de incerteza dos investidores internacionais com os países emergentes. Isso, no Brasil, conjugado com as incertezas quanto ao calendário político, levou à alteração de política cambial e à assinatura de acordo com FMI. Depois de algum tempo sob políticas monetária e fiscal que asseguraram

o equilíbrio macroeconômico, a confiança dos investidores voltou a crescer. Já em abril de 1999 o país volta a emitir títulos da dívida, num momento de queda de *spreads*, e importante para recompor as reservas perdidas na má desvalorização cambial do início do ano. Os anos de 1999 e 2000 são marcados pela emissão de títulos de vencimento mais longo, contribuindo para o perfil do endividamento. (CERQUEIRA, 2003)

O ano de 2001 foi de pouca liquidez nos mercados de títulos de países emergentes, devido a fatores como a situação da Argentina, os conflitos no Oriente Médio, resultando na cotação do petróleo, e mesmo incertezas quanto à economia norte-americana. Mesmo assim o país ainda fez oito lançamentos de títulos no mercado externo, “em diferentes moedas e acessando diversificadas bases de investidores internacionais”. Mas os atentados de 11 de setembro e o agravamento da situação da Argentina (com a moratória de sua dívida) fizeram o Brasil sofrer novamente retração do mercado externo. (CERQUEIRA, 2003, p. 310-312)

Cerqueira (2003, p.313-314) faz um balanço do retorno do Brasil no mercado internacional de títulos de dívida externa pública. O autor afirma que o trabalho do Banco Central na administração do passivo externo da República permitiu ao país auferir benefícios econômicos e financeiros significativos, assim como ampliar a quantidade e diversidade de investidores e reduzir a sua memória quanto ao “estigma de moratórias e reestruturação passadas”, através das operações de troca de bônus de reestruturação da dívida externa e novas emissões. Para tanto, ressalta que:

Desconsiderados os períodos de turbulência do mercado internacional, quando se eleva o risco das economias emergentes e reduz-se, sobremaneira, o fluxo de recursos para estes países, sempre que se identificou, ao longo desse tempo, um espaço propício, uma oportunidade de mercado, o Brasil fez-se presente em operações que marcaram a posição do país frente aos investidores internacionais e, ao mesmo tempo, mantiveram abertas as possibilidades de captação pelos demais tomadores brasileiros, públicos e privados.

O endividamento externo brasileiro a partir da década de 90 caracterizou-se por uma maior diversificação das fontes de financiamento. Diferentemente do que ocorria na década de 70, em que predominavam os créditos bancários sindicalizados, este novo período, por causa da renegociação do plano Brady e da evolução do mercado financeiro internacional, apresenta um aumento expressivo da captação de recursos no mercado internacional de capitais através da emissão de títulos de dívida. (PRATES, 1998)

A Tabela 1 mostra o aumento da importância dos bônus a partir de 1994, ano da assinatura do Plano Brady e transformação de quase metade dos empréstimos em moeda em bônus de reestruturação (Brady bonds). Esta transformação instantânea elevou a categoria bônus a quase 45% da participação em 1994, patamar que se reduziu continuamente até 1999,

em detrimento dos empréstimos bancários, que se elevaram até 2000. A modalidade Bônus voltou a elevar-se a patamares pouco acima dos registrados no período imediatamente após a assinatura da renegociação (1995 e 1996), com 34,1% em 2004 e 41,7% em 2005.

Tabela 1 – Principais modalidades da Dívida Externa registrada: 1990 – 2005

data	Empréstimos do FMI		Financiamento Importações		Empréstimos em moeda		Bônus		Emprest. Programa (AID)	Outros Emprést.	Total
	US\$ mi	part	US\$ mi	part	US\$ mi	part	US\$ mi	part	US\$ mi	US\$ mi	US\$ mi
1990	2.205,80	2,3%	34.951,90	36,2%	57.856,30	59,9%	1.147,40	1,2%	339,90	44,60	96.545,90
1991	1.173,40	1,3%	32.235,30	34,7%	56.719,70	61,0%	2.490,10	2,7%	340,00	37,90	92.996,40
1992	739,00	0,7%	38.351,00	34,6%	60.991,00	55,0%	10.376,00	9,4%	340,00	38,00	110.835,00
1993	305,00	0,3%	36.282,00	31,8%	67.179,00	58,8%	10.270,00	9,0%	204,00	30,00	114.270,00
1994	186,00	0,2%	35.711,00	29,8%	30.387,00	25,4%	53.154,00	44,4%	204,00	26,00	119.668,00
1995	142,00	0,1%	36.113,00	27,9%	38.928,00	30,1%	53.903,00	41,7%	204,00	23,00	129.313,00
1996	68,00	0,0%	34.165,00	23,7%	54.780,00	38,0%	54.876,00	38,1%	184,00	29,00	144.102,00
1997	32,00	0,0%	50.785,00	31,1%	62.898,00	38,5%	49.387,00	30,2%	164,00	17,00	163.283,00
1998	4.794,94	2,2%	69.107,07	32,1%	91.414,90	42,5%	49.739,62	23,1%	143,24	14,41	215.214,18
1999	8.834,19	4,1%	65.055,45	30,4%	88.218,64	41,2%	51.838,65	24,2%	117,58	11,96	214.076,47
2000	1.771,26	0,9%	58.768,91	28,5%	90.885,71	44,1%	54.754,15	26,6%	0,00	9,74	206.189,77
2001	8.346,35	4,6%	48.617,55	26,7%	70.329,97	38,6%	54.982,43	30,2%	0,00	0,00	182.276,30
2002	20.792,91	11,1%	48.321,08	25,8%	60.127,32	32,1%	58.074,51	31,0%	0,00	0,00	187.315,82
2003	28.255,34	14,5%	47.868,52	24,6%	56.796,93	29,2%	61.814,86	31,7%	0,00	0,00	194.735,65
2004	24.946,00	13,7%	42.608,00	23,3%	52.843,00	28,9%	62.233,00	34,1%	0,00	0,00	182.630,00
2005	0,00	0,0%	38.876,59	25,8%	49.007,24	32,5%	62.790,09	41,7%	0,00	0,00	150.673,92

Fonte: Adaptado de Mattos (2006) e Banco Central do Brasil (vários anos)

Considerando apenas a Dívida Pública Federal externa (DPFe) recente, é visível o aumento da importância da dívida mobiliária, ao longo do período. Apesar de visível, este aumento só não é maior devido aos empréstimos junto a organismos multilaterais, que representa a maioria da dívida contratual ao longo do período. Essa também vem em constante queda relativa, interrompida em parte pela acomodação estatística da liquidação de quase todos os bônus de reestruturação, e também por um aumento de absoluto de US\$ 2.730 milhões. Quanto à desagregação da dívida mobiliária, percebe-se a contínua substituição dos bônus de renegociação, criados no âmbito do plano Brady, por bônus de captação. Isso deve ser entendido em parte como uma evolução natural e prevista no plano.

**Tabela 2 – Dívida Externa Bruta do Tesouro Nacional em poder do público
Brasil, 1998 – 2006**

<i>Modalidade - % do total</i>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006**
DÍVIDA MOBILIÁRIA	72,4	73,1	73,9	73,5	74,3	75,9	78,6	81,2	78,1
Bônus de Renegociação/Bradies	59,2	49,6	36,3	26,9	24,2	20,9	18,8	9,5	0,3
Bônus de Captação	13,2	23,3	37,4	46,6	50,1	55,0	59,8	71,7	77,8
DÍVIDA CONTRATUAL	27,6	26,9	26,1	26,5	25,7	24,1	21,4	18,8	21,9
Organismos Multilaterais	*	*	11,7	13,8	14,6	13,7	12,5	12,4	17,6
Bancos Priv./Agências Gov.	*	*	4,7	4,7	4,4	4,1	4,1	4,1	4,3
Clube de Paris	*	*	9,7	8,0	6,7	6,3	4,8	2,3	0,0
DPFe bruta – total – R\$ milhões***	81.461	117.704	142.794	169.383	270.222	226.053	203.943	177.474	140.555

*Informações não disponíveis

**Mês de novembro. Mês de dezembro para todos os outros anos

*** Calculado pela soma da Dívida Mobiliária e da Contratual, e desconsiderados as disponibilidades e títulos depositados em garantia.

Fonte: Adaptado dos boletins do Resultado do Tesouro Nacional.

Para entender melhor este processo, é necessária uma breve explicação dos bônus de renegociação. Estes Brady bonds, quando lançados, passaram a ser amplamente negociados no mercado internacional, assim como seu preço passou a ser uma importante medida da qualidade do risco Brasil. Foram negociados historicamente com significativo deságio em comparação aos novos títulos de dívida, pelo próprio fato de resultarem de um processo de renegociação. Uma importante diferença entre os títulos de renegociação e de novas captações pode ser apontada por Cerqueira (2003, p.300):

Enquanto os títulos novos são emitidos a uma taxa definida, com pagamento do principal no fim do período, os Brady bonds têm características variadas, resultantes das necessidades particulares dos bancos comerciais, os detentores iniciais desses títulos. Entre tais características vale ressaltar: juros indexados à Libor (todos os bônus, com exceção do Par Bond e do C Bond); garantia sob a forma de *zero coupon bonds* do Tesouro americano, do pagamento principal (Par Bond e Discount Bond) e garantia rolante, sob a forma de depósito no BIS, do pagamento de juros [...]; e juros crescentes.

Portanto, conforme Cerqueira (2003, p.301), a troca dos Brady bonds por novas captações proporciona reduções nos gastos com o serviço da dívida externa. E não apenas isso, mas também reduzem as exigências de aporte de garantias e custos decorrentes, para os bônus colateralizados. Provavelmente seguindo essas constatações o setor público eliminou quase que totalmente o estoque de bônus de reestruturação através de resgate antecipado, delineado pelo Programa de Recompra, restando apenas o Brazil Investment Bond (BIB), no valor de R\$ 469,7 milhões, em novembro de 2006. Com relação ao estoque, que já vinha com

queda, dado o movimento natural de vencimento dos títulos emitidos em 1994, foi praticamente liquidado pelo Programa de Recompra.

Uma análise do comportamento do total da dívida externa mostra que vinha crescendo continuamente há décadas. Essa tendência se estendeu até 1998, sendo revertida em 1999, e a partir de 2001 começou sua queda, após permanecer quase constante por mais de um ano e meio. Em seguida houve um movimento de baixa, com os períodos de 2000 a 2001 e 2005 a 2006 com quedas mais acentuadas. No o ano de 2002 o movimento parece estar ligado à grande restrição de oferta de crédito ao Brasil decorrente do clima de incertezas já exposto. Entre 2003 e 2005, conforme Mattos (2005, p.4), “a queda da dívida externa, caracterizada pela baixa taxa média de rolagem dos títulos (68%), não foi a falta de oferta de crédito internacional, mas a menor demanda do setor privado por esta fonte de financiamento”. Isso decorreu do fato das empresas brasileiras estarem bem capitalizadas, e optarem por quitar a dívida com recursos próprios ou financiamentos internos.

Nos anos de 2005 e 2006 a queda foi pronunciada, principalmente devido à dívida pública. Boa parte dessa queda se deve às antecipações do pagamento do principal da dívida com o FMI, quitada num valor de mais de US\$ 20 bilhões ao longo de 2005, sendo US\$ 5 bilhões em julho, e US\$ 15,5 bilhões em dezembro, da quitação da dívida com o Clube de Paris, e também com a estratégia de resgate da maior parte dos bônus de renegociação.

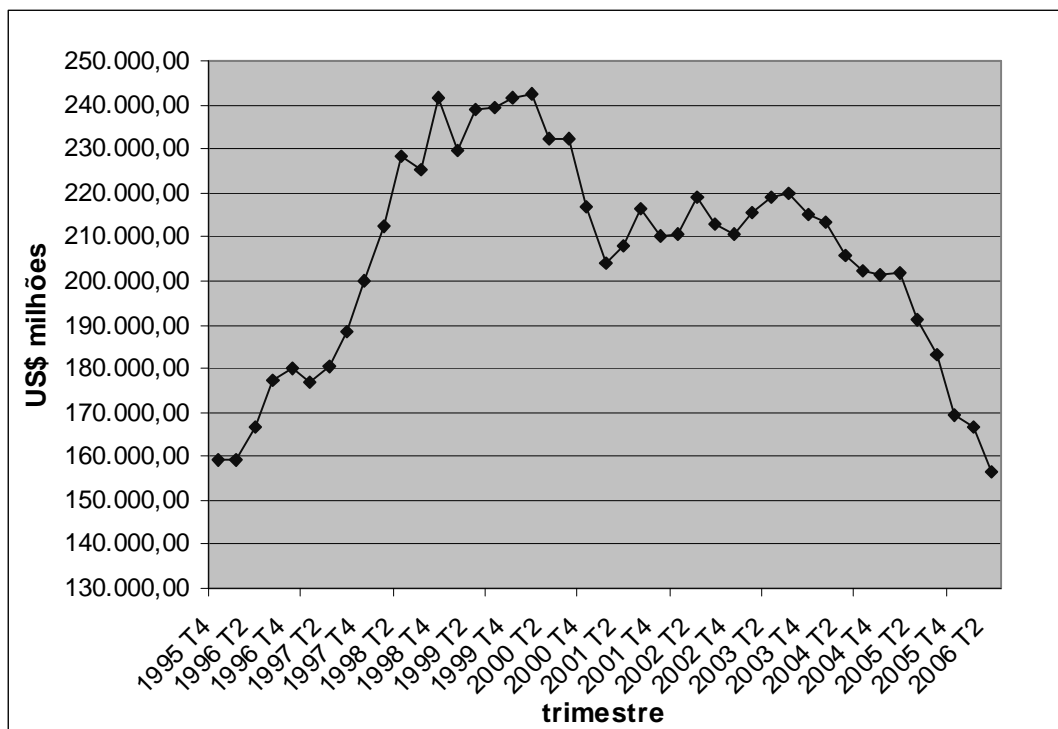


Figura 1 – Dívida Externa Brasileira registrada total – 1995:4 a 2006:2

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IPEA-DATA

O comportamento de redução da dívida externa está, a partir de 1999, relacionado à forte desvalorização do real e com a melhoria do saldo de transações correntes, o que significa grande transferência de recursos ao exterior, como pode ser visto na Figura 2.

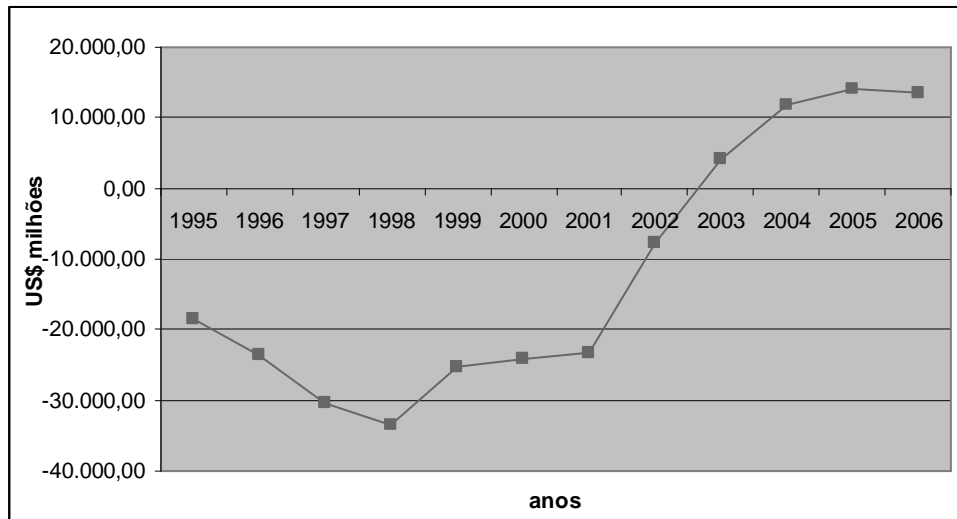


Figura 2 – Saldo em Transações Correntes do Brasil – 1995 a 2006

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IPEA-DATA

A estratégia de rápida redução da dívida externa, tomada pelo governo brasileiro com o objetivo de melhorar os indicadores de sua sustentabilidade, é questionada por Batista Jr. (2005, p.1). Para ele estas medidas são, no mínimo, discutíveis, pois, em primeiro lugar, o Brasil abriu mão de boa parte de suas reservas, “primeira linha de defesa em caso de turbulências de origem externa e interna”. Mattos (2006, p.5) considera este um patamar “bem folgado” de reservas, de US\$ 53,8 bilhões, no final de 2005. Batista Jr. (2005, p.1) discorda, uma vez que “o nosso estoque de ativos de liquidez internacional é baixo quando comparado ao da maioria dos principais países emergentes”. Afirma isso baseado na reserva de países como China (US\$ 770 bilhões), Rússia (US\$ 165 bilhões), Coreia do Sul (US\$ 207 bilhões), México (US\$ 70 bilhões) etc.

Em segundo lugar, Batista Jr. (2005a, p.1-2) aponta que o Brasil antecipou o pagamento de dívida relativamente barata, trocando-a, dada a necessidade de financiamento do setor público, por uma dívida mobiliária interna, que paga as “elevadíssimas taxas de juros brasileiras, muito superiores às que prevalecem no resto do mundo”. O seu balanço quanto a esta política de redução da dívida externa é negativo, porque ao invés de reduzir a vulnerabilidade externa, aumenta-a, pois reduz as reservas e aumenta a dívida interna.

Entretanto, essa não é a única visão quanto à política de redução da dívida externa brasileira. Para Loureiro (2006, p.1) “há ganhos indiretos que são muito difíceis de mensurar [com a recompra de títulos da dívida externa], mas que não são desprezíveis”. Por esse ponto de vista, o comprometimento demonstrado pelo governo brasileiro, e a melhora nos indicadores de dívida externa, possibilitam uma melhor relação futura com os investidores internacionais. Já o secretário do tesouro Carlos Kawall *apud* Billi (2006) afirma que estas medidas, que auxiliam na proteção o país a choques externos, são prioritárias, uma vez que estes choques interromperam, recente e recorrentemente, trajetórias de crescimento.

A conjuntura do ano de 2006, com a elevada expansão da economia mundial, parece confirmar as expectativas dos apoiadores da política de redução da dívida externa. Os ótimos resultados na balança comercial, com superávit recorde de US\$ 46 bilhões e uma conjuntura externa favorável, resultaram em entrada líquida de divisas de mais de US\$ 37 bilhões, o que valorizou o real e elevou os reservas em moeda estrangeira a um nível recorde de US\$ 86 bilhões. (ENTRADA, 2007)

Pode-se perceber a redução da vulnerabilidade externa brasileira a partir de alguns indicadores de endividamento (Tabela 3). Partindo da década de 90 com certa estabilidade dos indicadores, percebe-se o início de uma fase de deterioração em 1994, com o nítido auge em 1999. A partir de 2000 a situação melhora, mesmo que em 2002 o clima já descrito de desconfiança tenha desacelerado o caminho para os bons níveis atuais, a superação desta conjuntura levou os indicadores a patamares históricos. Alguns bons exemplos são o Serviço da dívida / exportações, importante em uma análise de capacidade de pagamento ou solvência, que ultrapassou o patamar mínimo de 1 para 2 (48,6%) em 2006, e o índice Reservas / dívida total, que está em torno de 47%, e indica o nível de liquidez que o país possui para enfrentar choques externos, comparativamente ao seu passivo em forma de dívida.

Tabela 3 – Indicadores de Dívida Externa – 1990 a 2006

ano	Serviço da dívida / exportações (%)	Serviço da dívida / PIB (%)	Juros / exportações (%)	Dívida total / exportações (razão)	Dívida total líquida / exportações (razão)	Reservas / serviço da dívida (razão)	Reservas / juros (razão)	Reservas / dívida total (%)
1990	65,1	4,4	34,1	3,9	3,3	0,5	0,9	8,1
1991	56,1	4,4	29,6	3,9	3,4	0,5	1	7,6
1992	47,7	4,4	22,6	3,8	2,8	1,4	2,9	17,5
1993	47,4	4,2	20,9	3,6	2,4	1,8	4	23,3
1994	38,2	3,1	13,3	3,3	1,9	2,3	6,7	27,1
1995	44,5	2,9	21,6	3,3	1,9	2,5	5,2	33,9
1996	54,7	3,4	25,1	3,6	2	2,3	5	34,7
1997	72,6	4,8	24,3	3,6	2,3	1,4	4	27,2
1998	87,4	5,7	28,4	4,4	3,2	1	3,1	19,9
1999	126,5	11,3	33,7	4,7	3,6	0,6	2,2	16,1
2000	88,6	8,1	29	3,9	3,1	0,7	2,1	15,2
2001	84,9	9,7	28	3,6	2,8	0,7	2,2	17,1
2002	82,7	10,9	23,6	3,5	2,7	0,8	2,7	18
2003	72,5	10,5	19,4	2,9	2,1	0,9	3,5	22,9
2004	53,7	8,6	14,8	2,1	1,4	1	3,7	26,3
2005	56	8,4	12,3	1,4	0,9	0,8	3,7	31,7
2006	48,6	7,2	10,7	1,3	0,6	1,3	5,7	47,1

Fonte: Adaptado pelo autor das notas para a imprensa do setor externo do Banco Central do Brasil

Diante de tais dados, é inegável a redução da vulnerabilidade externa da economia, que vem possibilitando uma sensível mudança nos novos títulos de dívida externa emitidos pelo setor público. Entre as principais mudanças pode-se citar o aumento de emissão de títulos em reais (iniciada em setembro de 2005, com o Global BRL 16), “o que reduz fortemente o risco percebido de *default* do país e, conseqüentemente, os *spreads* cobrados não apenas da dívida pública externa, mas também da dívida privada externa” (MATTOS, 2006, p.15). Outro exemplo é a redução da taxa de juros cobrada (de 12,8% em setembro de 2006 para 11,7% em dezembro do mesmo ano) e aumento de emissão de títulos pré-fixados, que numa expectativa de queda de juros pode trazer um aumento de custo, mas que é compensado pela redução do risco de grande aumento de custo em conjuntura de elevação de juros, que ocorre normalmente em situações de choques externos. (PAÍS, 2006) Ou seja, o aumento da proporção dos prefixados tem como vantagem a redução do impacto de uma política monetária restritiva no custo da dívida, um bom sinal na evolução recente da dívida externa pública.

O movimento de aumento da predominância da dívida prefixada se estabelece, em período recente, em dois sub-períodos: nos biênios 2000-2001 e 2005-2006, e mais acentuadamente neste último. Este movimento não se restringe ao setor público, mas compreende todos os tipos de dívida.

Tabela 4 - Dívida externa registrada - Distribuição por modalidade de taxas de juros* - 1999 a 2006**

<i>Modalidade - em %</i>	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Taxas flutuantes	47,8	42,5	40,1	43,1	41,8	40,6	31,4	31,8
<i>Libor</i>	34,6	32,5	24,9	20,4	16,3	15,3	17,3	15,1
<i>Prime</i>	1,4	1,3	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	0,8
<i>Outras taxas flutuantes</i>	11,8	8,8	14,1	21,5	24,3	24,1	13,1	15,9
Taxas fixas	52,2	57,5	59,9	56,9	58,2	59,4	68,6	68,2

* Exclui estoque de principal relativo a intercompanhia e a partir de março de 2001, contempla revisão na posição de endividamento.

** Distribuição por taxas de juros, até março de 2001, estimada.

Fonte: Adaptado das notas para a imprensa do setor externo – Banco Central do Brasil

Quanto ao prazo médio da dívida total, este está diretamente relacionado com o grau de instabilidade do setor externo e desconfiança quanto à solvência do Brasil.

É nítida a presença de dois picos e dois vales na série apresentada na Figura 3. Os vales ocorrem nos anos de 1998 e 2003, sendo que em 1998 decorre das condições adversas internas e externas que levariam ao abandono do câmbio fixo. O resultado do prazo médio do ano de 2003 reflete o clima de desconfiança já descrito sobre o ano de 2002. Quanto aos picos, ocorrem em 2000, na recuperação da situação do início de 1999, após dois anos de certo crescimento da economia brasileira, e em 2005, em movimento de alta de dois anos, que vem consolidar, como já exposto, a ampla melhora nos indicadores de endividamento externo.

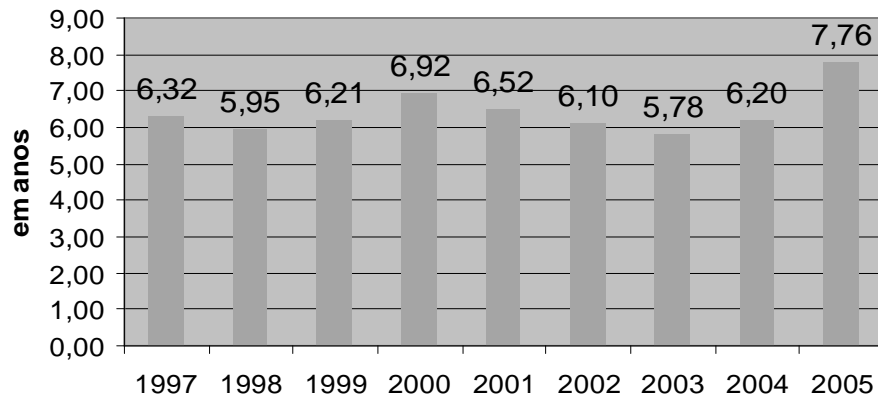


Figura 3 – Prazo Médio de endividamento externo registrado* – 1997 a 2005

*Com base no esquema de amortização

Fonte: Adaptado de vários números do Relatório anual do Banco Central do Brasil.

Outra análise importante é a desagregação da dívida externa por prazo – curto e médio/longo prazos – e quanto ao detentor do passivo. Quanto à dívida externa registrada do setor público (Figura 4), pode-se perceber uma eliminação da dívida de curto prazo, que inicia queda em 1998, com breve recuperação em 2000, e atinge valor próximo de zero ainda em

2002. Esta queda esteve ligada à estratégia de recompra e troca por títulos de maior prazo. Já a dívida de médio e longo prazo apresenta certa estabilidade entre 1995 e 2001, com leve queda em 1997-1998 e leve alta em 1999, e a partir de 2001 inicia uma forte alta, até 2003, quando esta tendência é revertida e uma queda de três anos leva a dívida externa de médio e longo prazo ao nível mais baixo desde o início da série analisada.

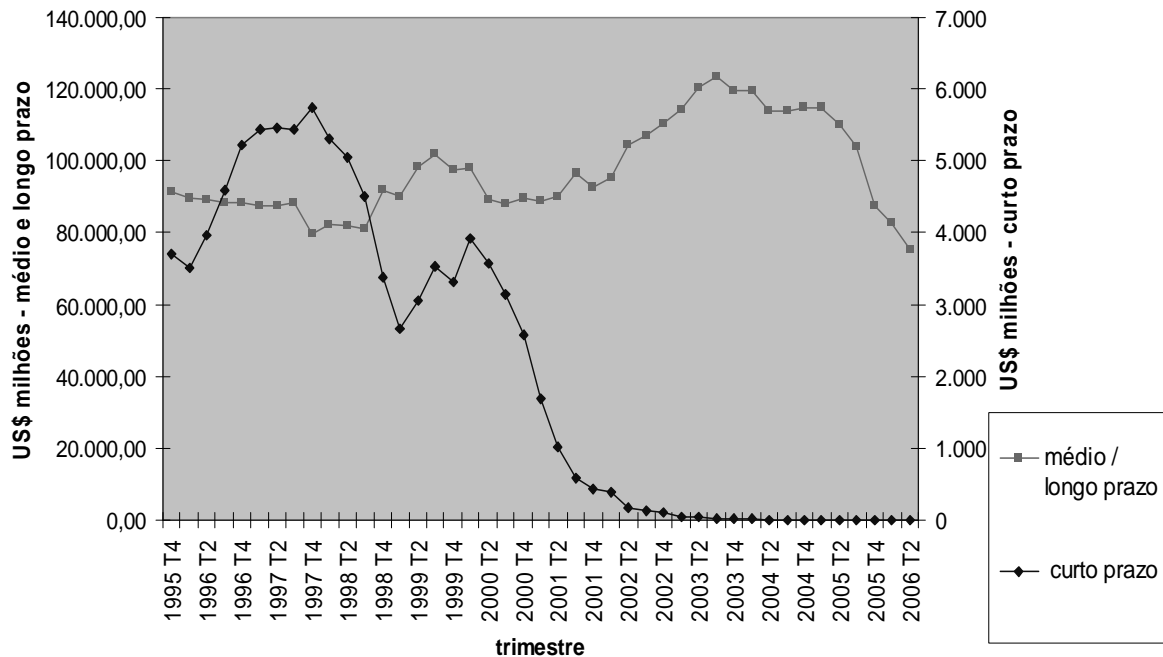


Figura 4 – Dívida Externa Pública Brasileira registrada* – 1995:4 a 2006:2

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IPEA-DATA

*Obs.: Inclui obrigações do Banco Central, linhas de crédito, e dívida registrada no Banco Central. Compreende o setor público não financeiro.

A divisão da dívida externa privada registrada quanto ao seu prazo tem uma participação muito maior da dívida de curto prazo, comparada com a da dívida pública, e que se apresenta muito volátil e seguindo trajetória de queda desde fins de 2002.

Essa trajetória é acompanhada pela dívida de médio e longo prazo, mas se iniciou anteriormente, já em 1998, após uma expansão acentuada do início do plano Real ao ataque especulativo à moeda brasileira em fins de 1998. Esse crescimento, que triplica a dívida externa privada de médio e longo prazo – de US\$ 40 bi para US\$ 120 bi entre 1995 a 1998 – é chamado de privatização da dívida externa brasileira por Baer (2002, p. 233), que significa um aumento do tamanho relativo da dívida privada no total, em um momento em que as altas taxas de juros internas, decorrentes da política antiinflacionária, combinavam-se com baixo nível de taxas de juros externas. A estratégia lógica para as empresas de contrair empréstimos – de forma intermediada ou não – se confirmou no comportamento do estoque de sua dívida no período.

A inflexão da trajetória de aumento decorreu inicialmente da maxidesvalorização do Real em 1998 e da crise de confiança por ela gerada, e mesmo que tenha se mantido o nível de estoque de dívida estável por quase dois anos, iniciou forte trajetória de queda nos anos seguintes, que parece estar ligada à restrição de oferta de crédito internacional no ano de 2002, e para os anos seguintes está mais relacionada com a menor demanda de crédito por parte das empresas, uma vez que, como já dito, já estavam capitalizadas e preferiram reduzir seus passivos externos.

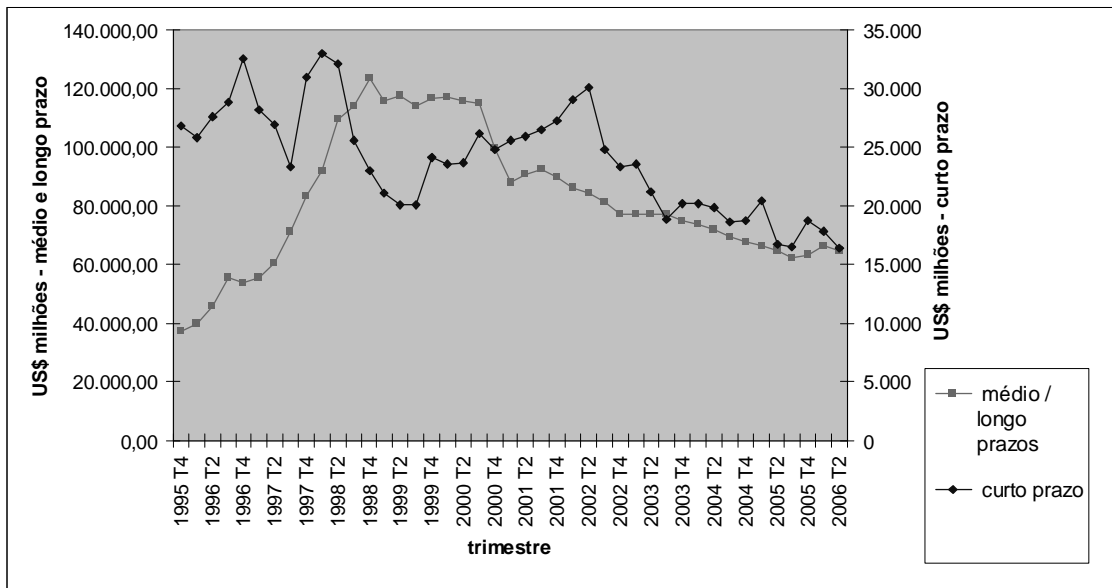


Figura 5 – Dívida Externa Privada Brasileira registrada* – 1995:4 a 2006:2

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IPEA-DATA

*Obs.: A partir de mar. 2001, exclui empréstimos intercompanhias (retroativo a dez. 2000) e contempla revisão na posição de endividamento. Dívida registrada no Banco Central. Compreende o setor privado e o setor público financeiro.

É importante também comparar o comportamento da dívida externa registrada total do setor privado e do setor público. Analisando as séries, alguns pontos são relevantes. A parcela de dívida privada apresenta uma amplitude de variação muito maior que a pública, sendo a da primeira de pouco mais de US\$ 82 bi, e a da segunda de apenas US\$ 48 bi.

A dívida privada tem um grande movimento de elevação no início do período (1995-1998), um breve período de estabilidade (1998-2000) e um grande movimento de queda (2001-2006), enquanto a parcela pública apresenta comportamento diverso, com certo grau de estabilidade no início (1995-2002), seguido de breves fases de alta (2002-2003) e de forte baixa (2003-2006).

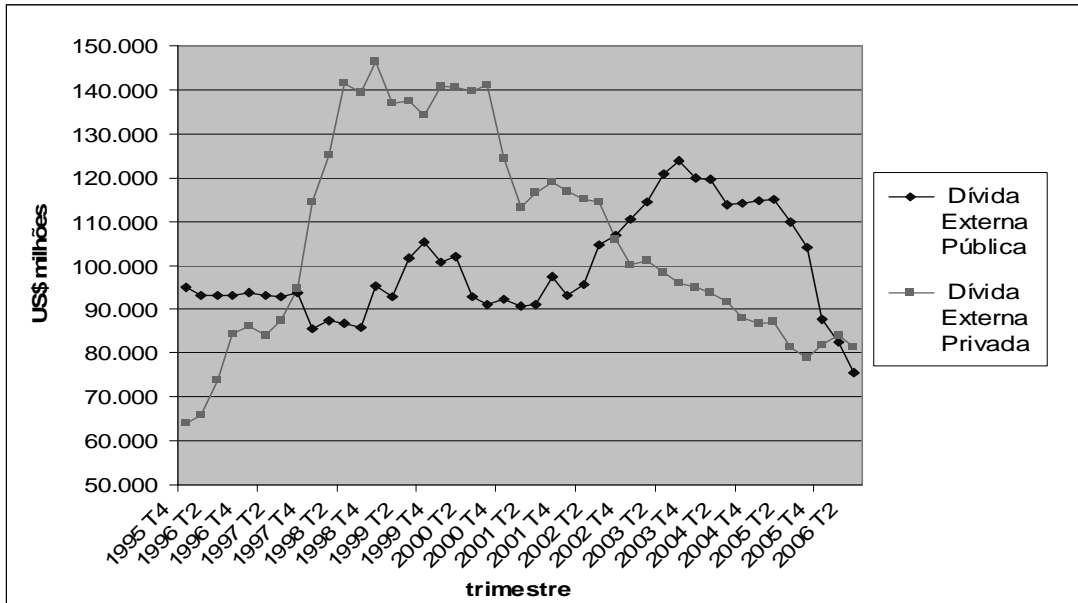


Figura 6 – Dívida Externa Brasileira registrada por devedor – 1995:4 a 2006:2

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IPEA-DATA

As séries apresentam comportamentos distintos, o que indica que os fatores que os condicionam não são os mesmos e, além disso, seus movimentos por vezes indicam caminhos inversos, mesmo que não em todos os casos. Uma boa forma de teste desta suposta relação inversa é a análise de correlação entre as variáveis. Esse teste indica um grau de correlação de -0,30, um grau de correlação baixo, mas que indica uma relação negativa entre as variáveis.

6 FORMULAÇÃO, TESTES E ANÁLISE DOS MODELOS

6.1 Formulação dos Modelos

Ao longo deste trabalho vários conceitos foram explanados, assim como várias suposições foram levantadas. Nesta seção descrevem-se os modelos de determinação das parcelas pública e privada da dívida externa brasileira. As variáveis utilizadas e as suposições quanto aos seus efeitos nos modelos são descritas na seqüência.

Uma das séries de estoque de dívida é a Dívida Externa Pública (DEPUB), em milhões de dólares, obtido pela soma das séries dívida externa pública de curto prazo e a dívida externa pública de médio e longo prazo, em US\$ milhões. Foi utilizado em sua forma de logaritmos naturais (LOGDEPUB), e é o predito da regressão (2). A outra é a Dívida Externa Privada (DEPRIV), em milhões de dólares, obtido pela soma das séries de dívida externa privada de curto prazo e a dívida externa privada de médio e longo prazo, em US\$ milhões. Foi também utilizada em sua forma de logaritmos naturais (LOGDEPRIV), e é o predito da regressão (1) e também preditor de (2). Nesta última, o efeito esperado é uma relação negativa com a Dívida Externa Pública.

A escolha entre captar recursos internamente e no exterior é influenciada pelo diferencial da taxa de juros cobrado internamente e externamente. Para medi-la foi formulada uma série que mede a diferença, em pontos percentuais anualizados, entre a taxa Selic (que mede o nível da taxa de juros cobrada internamente) e a taxa Prime, dos Estados Unidos (como *proxy* do nível de juros cobrado internacionalmente), chamada DIFJUROS. Esta variável também foi expressa em logaritmos naturais (LOGDIFJUROS). A relação esperada para a regressão (1) é positiva, uma vez que uma variação positiva maior da taxa de juros brasileira em relação à taxa de juros internacional levará a uma maior captação privada externa, o que elevará o estoque da dívida. Já a relação esperada para a regressão (2) é menos clara. Ela é positiva se levarmos em conta a restrição orçamentária e a melhor utilização dos recursos públicos. Porém se torna ambígua se considerarmos um efeito indireto do que tentamos demonstrar, de que uma queda na captação privada leva a um aumento da captação pública e, conseqüentemente, de seus estoques.

A variável taxa de câmbio (CAMBIO), obtida através de uma série de câmbio R\$/US\$ comercial, venda, no fim do período, tem como papel mensurar o incentivo/desincentivo para a captação externa, visto que altera o montante da dívida em moeda local. É expressa em

logaritmos naturais (LOGCAMBIO). Sua relação esperada na regressão (1) é negativa. Em uma situação de desvalorização cambial, o esperado é a redução da dívida privada, uma vez que nesta situação o valor em reais da dívida se torna maior, e inibe novas captações, a não ser em crises de dívida, em que a necessidade de rolagem decorrente da desvalorização faz com que as captações aumentem. Mas como o período estudado não contém nenhum caso desta natureza, este efeito está a princípio afastado. O efeito esperado na regressão (2) é ambíguo. Em situações de desvalorização (valorização) cambial muito fortes, o Banco Central pode vender (comprar) dólares, e assim reduzir (aumentar) a dívida externa, principalmente sob regimes cambiais fixos ou semi-fixos (bandas cambiais). Porém, uma outra estratégia, de redução do custo ou mesmo do volume desta dívida, deve ser considerada. Em uma valorização, com abundante entrada de capitais, pode ser um momento em que as autoridades econômicas aproveitam para liquidar e reduzir seus passivos externos em forma de dívida, dado o aumento de reservas internacionais.

Para medir o nível de confiança externa no Brasil e o prêmio de risco cobrado pelo mercado financeiro internacional é utilizada a série de dados do *spread* dos títulos C-bond (CBONDSPREAD) em pontos, como uma *proxy* do risco-país, utilizado em logaritmos naturais (LOGCBONDSPREAD). As relações esperadas nas regressões (1) e (2) são negativas, pois há um incentivo em se captar recursos externamente, em ocorrência de uma queda neste regressor, seja pela facilidade em se obter empréstimos, dado um menor risco associado, seja pelo efeito redução do prêmio de risco cobrado. Mas a mesma ressalva da possível ambigüidade na regressão (2) feita para o caso do diferencial da taxa de juros pode ser feita aqui.

A variável Produto Interno Bruto real (PIB) é uma boa medida de nível de atividade da economia. Foi utilizada uma série de PIB em milhões de reais a preços de mercado, deflacionada pelo índice IGP-DI. Utilizou-se a série nos seus logaritmos naturais (LOGPIB). O nível de atividade da economia determina o nível esperado de vendas e receitas das empresas, por isso determina também o montante de recursos demandados por estas no sistema financeiro. Por esta razão espera-se uma relação positiva com a Dívida Externa Privada (regressão (1)). Esta variável não será regressor da Dívida Externa Pública, por não se considerar uma forte relação *a priori*.

Para incluir a necessidade de captação pelo setor público para fins de equilíbrio de balanço de pagamentos, optou-se pela série Necessidade de Financiamento Externo sobre o PIB (NFESPIB). Chegou-se a esta série pela diferença entre o déficit de transações correntes e o investimento estrangeiro direto líquido. Ela foi então dividida por uma série de PIB em US\$

correntes. O efeito esperado para a Dívida Externa Pública (regressão (2)) é positiva, uma vez que ela é *proxy* da necessidade de equilibrar o Balanço de Pagamentos. A necessidade de financiamento externo, portanto, geraria aumento da Dívida Externa Pública. Não é regressor da regressão (1), uma vez que o setor privado não teria como uma variável chave na determinação de sua captação externa o equilíbrio do Balanço de Pagamentos.

Os modelos a serem estimados são:

$$(1) \text{ LOGDEPRIV} = f(\text{LOGPIB}, \text{LOGDIFJUROS}, \text{LOGCBONDSPREAD}, \text{LOGCAMBIO})$$

e

$$(2) \text{ LOGDEPUB} = f(\text{LOGDEPRIV}, \text{LOGDIFJUROS}, \text{LOGCBONDSPREAD}, \text{LOGCAMBIO}, \text{NFESPIB})$$

6.2 Testes Econométricos

Os testes realizados seguem tal ordem: teste de raízes unitárias, para evitar resultados espúrios nas regressões, decorrentes de tendências comuns às variáveis; em seguida são identificadas as ordens de cointegração das séries para, se necessário, realizar os testes de cointegração; estimar a equação de curto prazo através dos mecanismos de correção de erros; testes de presença de autocorrelação, heteroscedasticidade e o teste de especificação RESET, e aplicação de mecanismos de correção, para problemas quanto aos resíduos.

Foram realizados dois testes de raízes unitárias. O primeiro foi o Dickey-Fuller aumentado (ADF), utilizando o número de defasagens segundo o critério Schwarz. O segundo foi o Phillips-Perron (PP), utilizando o Newey-West Bandwidth através do método Bartlett kernel. A Tabela 5 mostra o resumo dos testes de raízes unitárias.

Os resultados destes testes são claros. Praticamente todos têm o mesmo resultado em ambos testes (ADF e PP), de não-estacionariedade em nível, mas estacionárias na primeira diferença, ou seja, integradas de ordem 1, I(1). A exceção é o NFESPIB, que é estacionário em nível. Esta variável não entrará no teste de cointegração como variável endógena da regressão (2).

Tabela 5 – Testes de estacionariedade (raízes unitárias) – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre

Variáveis	Em nível									
	ADF	Lags (SIC)	τ crit. (5%)	τ crit. (1%)	Prob.	PP	Brand width	τ crit. (5%)	τ crit. (1%)	Prob.
LOGCBONDSREAD	-1,41	0	-3,53	-4,21	0,8431	-1,65	1	-3,53	-4,21	0,7555
LOGDIFJUROS	-2,41	3	-3,53	-4,23	0,4329	-2,72	4	-3,53	-4,21	0,2334
LOGPIB	-1,86	4	-3,54	-4,23	0,6514	0,34*	11	-1,95	-2,62	0,7788
LOGCAMBIO	-0,77	0	-3,53	-4,21	0,9600	-0,81	2	-3,53	-4,21	0,9560
LOGDEPRIV	-2,43	0	-3,53	-4,21	0,3571	-2,51	5	-3,52	-4,21	0,3187
NFESPIB	-7,82	0	-3,53	-4,21	0,0000	-7,83	0	-3,53	-4,21	0,0000
LOGDEPUB	-0,81	0	-3,53	-4,21	0,9557	-1,54	4	-3,53	-4,21	0,7973
Variáveis	Na 1ª Diferença									
	ADF	Lags(SIC)	τ crit. (5%)	τ crit. (1%)	Prob.	PP	Brand width	τ crit. (5%)	τ crit. (1%)	Prob.
LOGCBONDSREAD	-4,98	0	-3,53	-4,21	0,0013	-4,88	6	-3,53	-4,21	0,0017
LOGDIFJUROS	-3,13*	3	-1,95	-2,63	0,0026	-6,50	38	-3,53	-4,21	0,0000
LOGPIB	-2,57*	4	-1,95	-2,63	0,0121	-13,14	18	-3,53	-4,21	0,0000
LOGCAMBIO	-6,31	0	-3,53	-4,21	0,0000	6,42	6	-3,53	-4,21	0,0000
LOGDEPRIV	-4,44	0	-3,53	-4,21	0,0055	-4,30	3	-3,53	-4,21	0,0079
NFESPIB	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LOGDEPUB	-4,56	0	-3,53	-4,21	0,0040	-4,85	4	-3,53	-4,21	0,0019

* Testes sem o uso de tendência e intercepto. Todos os outros incluem ambos

Fonte: Elaborado pelo autor

O teste de cointegração utilizado foi o de Johansen. Para determinar as defasagens utilizadas nos testes de cointegração, foram realizados testes de seleção medida de defasagem (leg length criteria), numa Auto-regressão Vetorial (VAR) do grupo de variáveis a serem cointegradas. Os resultados podem ser vistos nas Tabelas 6 e 7.

Optou-se por utilizar os resultados pelo critério Schwarz, por melhor descrever testes realizados em pequenas amostras. Portanto, o número de defasagens para os testes de cointegração, em ambos os casos, foi 1.

Tabela 6 – Testes de seleção de medida de defasagem (leg length criteria), utilizando VAR – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre
Séries LOGDEPRIV LOGPIB LOGDIFJUROS LOGCBONDSREAD LOGCAMBIO

Defasagem	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	162.9853	NA	1.68e-10	-8.315016	-8.099544	-8.238352
1	329.4861	280.4225	9.95e-14	-15.76243	-14.46960*	-15.30245*
2	348.6562	27.24162	1.45e-13	-15.45559	-13.08540	-14.61229
3	389.7257	47.55417*	7.57e-14*	-16.30135*	-12.85380	-15.07474

Fonte: Elaborado pelo autor

* indica defasagem selecionada pelo respectivo critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Tabela 7 – Testes de seleção de medida de defasagem (leg length criteria), utilizando VAR – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre
Séries LOGDEPUB LOGDEPRIV LOGDIFJUROS LOGCBONDSREAD
LOGCAMBIO

Defasagem	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	150.6070	NA	3.23e-10	-7.663529	-7.448057	-7.586865
1	326.4252	296.1148	1.17e-13	-15.60133	-14.30849*	-15.14135
2	359.2695	46.67347	8.31e-14	-16.01418	-13.64399	-15.17089
3	403.0934	50.74351*	3.75e-14*	-17.00492*	-13.55737	-15.77831*

Fonte: Elaborado pelo autor

* indica defasagem selecionada pelo respectivo critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Para as variáveis da regressão (1), os testes de cointegração são contraditórios (Tabela 8). O teste de estatística do traço indica um máximo de uma relação de cointegração, ao nível de 5% de significância. Já a estatística do máximo autovalor indica que não há relação de cointegração a este nível de significância, mas estendendo-se o nível de significância para 5,13%, o teste passa a indicar o máximo de uma relação de cointegração. Considera-se, baseado em Kennedy *apud* Meurer (2006), a estatística do máximo autovalor superior à do traço. Dada a quase aceitação a 5% de significância do máximo de uma cointegração no teste do máximo autovalor e o resultado do teste do traço, foram realizados testes com uma e nenhuma relação de cointegração, e escolhido o que melhor se ajustava aos dados.

Tabela 8 – Testes de cointegração – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre
Séries LOGDEPRIV LOGPIB LOGDIFJUROS LOGCBONDSREAD LOGCAMBIO

Número de Vetores de cointegração	Autovalor	Estatística do traço	Valor Crítico (5%)	Prob.	Estatística do máximo autovalor	Valor Crítico (5%)	Prob.
Nenhum	0,574957	80.10902	69.81889	0.0060	33.78056	33.87687	0.0513
Maximo 1	0,536695	46.32846	47.85613	0.0691	21.81296	27.58434	0.2301
Maximo 2	0,305498	24.51550	29.79707	0.1795	13.16267	21.13162	0.4374
Maximo 3	0,094711	11.35283	15.49471	0.1907	6.079195	14.26460	0.6031
Maximo 4	0,064335	5.273633	3.841466	0.0216	5.273633	3.841466	0.0216

Fonte: Elaborado pelo autor

Para as variáveis da regressão (2), excluída a NFESPIB, que é estacionária em nível, os testes de cointegração também são contraditórios (Tabela 9). A estatística do traço indicou o máximo de duas relações de cointegração, enquanto a do máximo autovalor não indicou nenhuma. Desta vez optou-se exclusivamente pela segunda, e não foi considerada nenhuma relação de cointegração.

Tabela 9 – Testes de cointegração – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre
Séries LOGDEPUB LOGDEPRIV LOGDIFJUROS LOGCBONDSREAD
LOGCAMBIO

Número de Vetores de cointegração	Autovalor	Estatística do traço	Valor Crítico (5%)	Prob.	Estatística do máximo autovalor	Valor Crítico (5%)	Prob.
Nenhum	0,616233	84.78968	69.81889	0.0020	30.46877	33.87687	0.1210
Maximo 1	0,498368	54.32091	47.85613	0.0109	25.24236	27.58434	0.0968
Maximo 2	0,302123	29.07855	29.79707	0.0603	15.11856	21.13162	0.2807
Maximo 3	0,106166	13.95999	15.49471	0.0840	9.636240	14.26460	0.2369
Maximo 4	0,091207	4.323752	3.841466	0.0376	4.323752	3.841466	0.0376

Fonte: Elaborado pelo autor

A partir dos resultados dos testes de cointegração foi criada uma série de relação de cointegração para a regressão (1), através da estimação de vetor de correção de erros, denominada COINTEQPRIV, para a determinação da relação de curto prazo entre as variáveis.

Foi utilizado, para a modelagem de ambas as regressões, a metodologia geral-específica. Através deste método, parte-se de uma regressão englobando todos os preditores, incluindo quatro defasagens destes, eliminando as variáveis com menor significância, em busca do melhor modelo possível com estas variáveis, utilizando o critério de informação Schwarz e procurando manter as variáveis significantes ao nível de 10%. A escolha das quatro defasagens baseou-se no número máximo de defasagens encontradas nos testes ADF de estacionariedade.

Os resultados encontrados para a regressão (1), sem a inclusão de relação de cointegração no modelo, foram insatisfatórios. Já com a inclusão deste os resultados foram um pouco melhores, mesmo que com pouco poder de explicação, como demonstrado na Tabela 10. Utilizando o critério Schwarz, o melhor resultado a que se chegou ainda inclui três regressores não significativos a 10%, um R2 de 0,34 e um R2 ajustado de 0,12.

Tabela 10 – Resultados da regressão (1) – Variável dependente D(LOGDEPRIV) – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGDIFJUROS(-1))	0.083652	0.044973	1.860045	0.0738
D(LOGPIB)	0.613787	0.361067	1.699927	0.1006
D(LOGPIB(-2))	0.221186	0.172237	1.284200	0.2100
D(LOGPIB(-3))	0.477041	0.263944	1.807360	0.0819
D(LOGCBONDSREAD)	0.140412	0.069013	2.034589	0.0518
D(LOGCBONDSREAD(-1))	-0.098549	0.065646	-1.501216	0.1449
D(LOGCBONDSREAD(-3))	-0.133241	0.061405	-2.169877	0.0390
D(LOGCAMBIO)	-0.150951	0.058005	-2.602402	0.0149
D(LOGCAMBIO(-3))	0.139886	0.056837	2.461190	0.0205
COINTEQPRIV01	-0.074555	0.039821	-1.872241	0.0720
R-squared	0.341724	Mean dependent var		-0.000365
Adjusted R-squared	0.122298	S.D. dependent var		0.025508
S.E. of regression	0.023898	Akaike info criterion		-4.404618
Sum squared resid	0.015420	Schwarz criterion		-3.969235
Log likelihood	91.48544	Durbin-Watson stat		1.125947

Fonte: Elaborado pelo autor

Os resultados da relação de curto prazo da regressão (2) são mais robustos, como mostra a Tabela 11. Neste foi alcançado um resultado com regressores com nível de significância de no máximo 7,02%, um R2 de 0,53 e um R2 ajustado de 0,43.

Tabela 11 – Resultados da regressão (2) – Variável dependente D(LOGDEPUB) – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.006073	0.003213	-1.890181	0.0688
D(LOGDIFJUROS(-1))	0.075422	0.029917	2.521017	0.0175
D(LOGDIFJUROS(-3))	0.064762	0.029919	2.164596	0.0388
D(LOGDEPRIV)	-0.223244	0.118773	-1.879582	0.0702
D(LOGDEPRIV(-4))	0.440564	0.113278	3.889237	0.0005
D(LOGCAMBIO(-2))	0.066429	0.028314	2.346143	0.0260
D(LOGCAMBIO(-4))	0.090238	0.028871	3.125551	0.0040
R-squared	0.532750	Mean dependent var		-0.000812
Adjusted R-squared	0.436077	S.D. dependent var		0.023416
S.E. of regression	0.017584	Akaike info criterion		-5.070953
Sum squared resid	0.008967	Schwarz criterion		-4.763046
Log likelihood	98.27715	F-statistic		5.510872
Durbin-Watson stat	1.797366	Prob(F-statistic)		0.000656

Fonte: Elaborado pelo autor

Após os resultados das regressões foram realizados testes para verificar o comportamento dos resíduos e a estabilidade das regressões. O primeiro realizado foi o de autocorrelação, no qual foi utilizado o teste de Breusch-Godfrey, cuja hipótese nula é de que todos os coeficientes auto-regressivos, até o nível escolhido, são simultaneamente iguais a zero e, portanto, de não haver autocorrelação de ordem alguma para cada regressão.

Para a regressão (1), o teste identificou a presença da autocorrelação, em vários níveis de defasagens, sendo os resíduos defasados juntamente diferentes de zero como regressores do resíduo. Para a regressão (2), os resultados não demonstraram relação de autocorrelação.

O segundo teste efetuado foi o de heteroscedasticidade de White, que testa a hipótese nula de inexistência de heteroscedasticidade contra a hipótese de heteroscedasticidade de alguma forma geral não especificada.. Para tanto se fez um teste de regressão dos resíduos ao quadrado contra as variáveis e variáveis ao quadrado (com termos cruzados ou não). Neste trabalho foi escolhido o teste sem termos cruzados, pelo fato da existência de muitas variáveis independentes. O resultado, para ambas as regressões, foi de inexistência de heteroscedasticidade.

Um terceiro teste realizado foi o de normalidade RESET de Ramsey, que é um teste de erro de especificação da regressão. O que esse teste verifica é: omissão de variáveis X, forma funcional incorreta, ou correlação entre variáveis explicativas e o erro. O resultado do teste para as regressões (1) e (2) foi negativo e, portanto, não foram identificados erros de especificação para as regressões.

A correção do problema de autocorrelação da regressão (1) foi realizada através de um modelo auto-regressivo (AR), de primeira ordem. O método utilizado foi, então, um AR(1), através de técnicas de regressão não-lineares, de modo que a função AR linear:

$$\begin{aligned} y_t &= x_t' \beta + u_t \\ u_t &= \rho u_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

é transformada, substituindo a segunda equação na primeira, em:

$$y_t = \rho y_{t-1} + (x_t - \rho x_{t-1})' \beta + \varepsilon_t$$

Os coeficientes foram estimados simultaneamente aplicando o algoritmo de mínimos quadrados não-lineares de Marquardt, em processo iterativo, até que os resultados sucessivos passassem a apresentar diferenças ínfimas. O número de iterações realizadas para se atingir este nível foi oito. Os resultados da regressão após o método de correção podem ser vistos na tabela 12, e continuam apresentando três variáveis não significativas a 10%, mas resultados melhores no R2 e R2 ajustado, de 0,50 e 0,30, respectivamente, o que indica que a inclusão do mecanismo de correção melhorou o poder de explicação geral da regressão. Finalmente, um novo teste de Breusch-Godfrey indica que o problema de autocorrelação foi completamente eliminado da regressão, garantindo a eficiência dos seus estimadores.

Tabela 12 – Resultados da regressão (1) após mecanismo de correção de autocorrelação AR(1) – Variável dependente D(LOGDEPRIV) – 1995: 4º trimestre a 2005: 4º trimestre

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGDIFJUROS(-1))	0.070392	0.046644	1.509138	0.1438
D(LOGPIB)	0.777708	0.376994	2.062915	0.0497
D(LOGPIB(-2))	0.236328	0.154985	1.524842	0.1399
D(LOGPIB(-3))	0.507973	0.277233	1.832293	0.0788
D(LOGCBONDSREAD)	0.083284	0.071542	1.164125	0.2554
D(LOGCBONDSREAD(-1))	-0.134863	0.065641	-2.054540	0.0505
D(LOGCBONDSREAD(-3))	-0.151975	0.067556	-2.249621	0.0335
D(LOGCAMBIO)	-0.128763	0.059285	-2.171931	0.0396
D(LOGCAMBIO(-3))	0.142005	0.058396	2.431758	0.0225
COINTEQPRIV01	-0.095600	0.044946	-2.126994	0.0435
AR(1)	0.510350	0.176210	2.896254	0.0077
R-squared	0.500086	Mean dependent var		-0.000630
Adjusted R-squared	0.300120	S.D. dependent var		0.025818
S.E. of regression	0.021599	Akaike info criterion		-4.585840
Sum squared resid	0.011663	Schwarz criterion		-4.101987
Log likelihood	93.54513	Durbin-Watson stat		2.101095

Fonte: Elaborado pelo autor

6.3 Análise econômica dos resultados

Um primeiro ponto a se salientar quanto à regressão (1) é que após os métodos geral-específico e a correção do problema de autocorrelação, permaneceram ainda três variáveis não-significativas a 10%, o que poderia indicar problema de erro de especificação. Mas o teste RESET de Ramsey afastou esta hipótese. Assim percebe-se que a dívida externa privada não segue um padrão de movimento explicável, pelo menos não se considerarmos tal nível de significância. Feita esta ressalva, é possível analisar os coeficientes encontrados para as variáveis independentes na regressão (1) (Tabela 12), mas deixando já claro as limitações dos estimadores.

A variável de maior peso na determinação da dívida externa privada é o PIB, com forte relação direta, em três períodos: contemporâneo (0,77) e com defasagens de dois (0,23) e três (0,50) trimestres, o que comprova uma das hipóteses iniciais. Um aumento (redução) de 1% no PIB brasileiro está associado, em termos líquidos, a um aumento (redução) de 1,5% na dívida externa privada. Verifica-se, portanto, um efeito que liga a boa situação da economia brasileira ao aumento de captação de recursos externos pelo setor privado, e comprova-se a hipótese inicial quanto à relação com esta variável.

Uma segunda variável importante é o *spread* do título C-Bond, que indica o nível de confiança no país. Individualmente, o efeito contemporâneo (0,08), mesmo que de baixa significância (rejeitado a 25% de significância) contraria a hipótese quanto a esta variável, visto que a elevação deste *spread* indica redução na confiança à economia brasileira (mesmo que mais especificamente quanto à capacidade de pagamento da dívida externa pública, mas que afeta também a economia privada e real). O efeito líquido, entretanto, considerando as defasagens de um (-0,135) e três (-0,15) trimestres confirmam a hipótese inicial, sendo que o aumento (redução) de 1% no *spread* do C-bond leva a uma redução (aumento) de 0,2% da dívida externa privada, comprova a hipótese inicial, mostrando como o setor privado está propenso a reduzir suas captações externas em momentos de desconfiança e incerteza quanto ao futuro da economia, assim como o próprio aumento do custo desta captação, também medida por esta série.

Quanto à variável câmbio, o resultado contemporâneo, de resposta de -0,128% a um aumento de 1% da taxa de câmbio, condiz com a hipótese inicial. Porém o efeito defasado em três trimestres é positivo e maior (0,142%). A hipótese é refutada, uma vez que o efeito líquido do aumento da taxa de câmbio em 1% é o aumento de 0,01% na dívida externa privada.

O resultado da influência da diferença de juros entre o Brasil e os Estados Unidos, mesmo com baixo nível de significância (14%), comprova a hipótese inicial. Em uma defasagem de um trimestre, o efeito de um aumento (redução) de 1% desta diferença é o aumento (redução) de 0,07% da dívida externa privada, o que comprova que ao se elevar o custo interno dos recursos em relação ao custo externo, elevam-se as captações privadas.

A inserção do mecanismo de correção da relação de cointegração, identificada no teste de Johansen, apresentou resultados coerentes, e indica uma relação estável de longo prazo entre as variáveis. Desse modo, os afastamentos do equilíbrio de longo prazo são corrigidos à razão de 9,5% por período, indicando uma ligação, de longo prazo, entre as variáveis.

Quanto aos resultados da regressão (2) (Tabela 11), estes se apresentaram mais robustos, não mostrando sinais de problemas com o comportamento dos resíduos, e estatísticas t significantes até 7,02%.

A variável que mais influenciou o comportamento da dívida externa pública foi a própria dívida externa privada. O efeito contemporâneo da variável é negativo (-0,22), condizente com a análise de correlação contemporânea do capítulo anterior, e que confirmaria a hipótese inicial, mas é contraposto por um efeito inverso de 0,44, com um ano de defasagem (quatro trimestres), que torna o efeito líquido desta variável positivo. Sendo assim, um aumento (redução) de 1% na dívida externa privada ocasiona, após um ano, um movimento líquido de aumento (redução) de 0,22%, refutando assim a hipótese inicial. A forte resposta contemporânea pode estar ligada e esta necessidade de cobrir a entrada de divisas pelo setor público. Porém, a exclusão, pela aplicação do método geral-específico, da variável que mede a necessidade de financiamento externa indica a inexistência da interferência do setor público, via dívida externa, no equilíbrio do balanço de pagamentos, que no período pode estar associado à acumulação de reservas em períodos de grande oferta de capital externo sob diversas formas (capital de portfólio e investimento direto). A conclusão quanto o efeito da variável dívida externa privada na dívida externa pública é uma relação direta, e pode refletir o seu crescimento próximo devido ao mesmo nível de taxa de juros que incide sobre elas.

O resultado de relação direta da variável taxa de câmbio, com efeitos defasados de dois (0,066) e quatro (0,09) trimestres mostra uma aproximação maior com o comportamento de gestão da dívida com vistas a reduzir o seu ônus em momentos de valorização, muito presente em períodos recentes. O efeito líquido é um aumento (redução) da dívida externa de 0,156% a um aumento (redução) de 1% da taxa de câmbio.

A terceira variável que restou como regressora foi a que media o diferencial de custo de captação interna e externa, o LOGDIFJUIROS. O resultado é consistente com a hipótese

inicial de elevar a dívida, via novas captações, quando for mais barato tomar o recurso externamente do que internamente. Como resultado o efeito líquido de um e três trimestres de defasagens é: a um aumento (redução) de 1% na diferença em pontos percentuais das taxas de juros referências do exterior e do Brasil, ocorre um aumento (redução) de 0,14% na dívida externa pública.

Uma segunda variável excluída pelo método geral-específico foi a do *spread* do C-Bond, e nos mostra a falta de relação entre esta e o predito. Significa que o setor público não leva em consideração o nível de confiança internacional e mesmo prêmio de risco que deve pagar por novas captações.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi o de analisar o comportamento da dívida externa brasileira pública e privada, na busca de seus principais determinantes para o período 1995-2005. Os pontos encontrados englobaram aspectos macroeconômicos e mesmo relações microeconômicas de determinação dos componentes da dívida externa.

A hipótese básica do estudo foi que o setor público é estruturalmente mais onerado em suas captações de recursos externos pelo fato de ter de assegurar o equilíbrio no balanço de pagamentos, em situações em que o setor privado não supre a necessidade de financiamento externo, que coincidem com elevação no custo de captação e incerteza econômica.

Para tanto, o trabalho se estruturou de modo a apresentar os conceitos básicos de dívida externa e seu papel em países em desenvolvimento, uma recapitulação em trabalhos anteriores que identificavam relações entre as parcelas pública e privada da dívida externa, como no caso da estatização da dívida externa dos anos setenta e oitenta, e os seus principais determinantes. Foi necessária também uma análise do período estudado, focando o setor externo e na própria dívida externa.

A formulação dos modelos econométricos, incorporando possíveis determinantes a serem testados, partiu de vários dos indícios das seções anteriores. Os resultados alcançados indicam que alguns pontos da hipótese geral do trabalho são confirmados, mas a hipótese principal é refutada. Quanto à dívida externa privada, comprovou-se que esta variável não segue padrão de movimento explicável ao nível de confiança estipulado. O fato da possibilidade de ocorrência de erro de especificação ter sido afastada reforça a baixa capacidade de explicação da variável. Uma suposição quanto a este fato é que a estrutura concentrada dos principais captadores privados – grandes bancos e empresas – torna o movimento da dívida descolado de variáveis macro e microeconômicas, estando atreladas mais aos comportamentos diversos destas principais empresas, de suas estratégias financeiras e empresariais. Mas mesmo assim foi possível, com essas ressalvas, analisar os estimadores da regressão e chegar a conclusões quanto às hipóteses iniciais.

Considerando os resultados dos estimadores, as hipóteses quanto às relações com a dívida privada foram quase todas confirmadas. A hipótese de relação direta do PIB com a dívida externa privada foi confirmada, como uma variável de alta determinação da dívida. A relação com o spread do C-bond também seguiu a hipótese inicial de relação negativa. Da mesma forma o diferencial de juros apresentou relação positiva, mostrando que quando

aumenta o incentivo – via custo – de se captar externamente, a dívida externa privada aumenta. A única variável que refutou a suposição inicial foi a taxa de câmbio, com pequena relação líquida positiva.

Com relação à estimação dos determinantes da dívida externa pública, os resultados foram mais robustos, atingindo o nível de confiança estipulado, assim como melhores resultados quanto à capacidade de explicação do modelo e ao comportamento dos resíduos. Duas das variáveis seguem comportamento previsto nas suposições iniciais: a taxa de câmbio, com uma relação direta, que indica o comportamento de gestão da dívida e sua redução em momentos de valorização, que torna mais barato em termos de moeda nacional liquidá-la; e o diferencial da taxa de juros interna e externa, com relação também positiva, que reafirma o comportamento de gestão de dívida com vistas a minimizar seu custo. Uma terceira variável que acrescentaria uma explicação desta ordem é o spread do C-bond, mas que foi excluída na aplicação do método geral-específico.

As outras duas variáveis desta regressão mostraram resultados diversos das hipóteses iniciais. A variável que mede a necessidade de financiamento externo foi excluída no processo de aplicação do método geral-específico, o que afasta a hipótese de intervenção via aumento da dívida para ajustar o balanço de pagamentos. A dívida externa privada mostrou uma relação líquida positiva, refutando também a hipótese de que o setor público tem que compensar a redução das captações privadas. Mesmo que contemporaneamente o resultado confirmasse a hipótese, o efeito defasado inverteu o resultado líquido, o que pode vir do fato de ambos os estoques de dívida pagarem a mesma taxa de juros e, portanto, refletir o efeito da acumulação de juros sobre estes estoques. Diante disto, refutam-se as hipóteses principais dessa regressão.

Portanto, o comportamento da dívida externa brasileira do período estudado e seus determinantes divergem em boa medida do verificado nos anos setenta e oitenta. A lógica da ‘estatização da dívida’, com o efeito de sobre-oneração do setor público, principalmente pela necessidade de compensar a redução das captações privadas para equilibrar o balanço de pagamentos, não foi verificada no período recente. Como explicação geral, mas pouco conclusiva de tais diferenças entre os dois períodos, podem ser citadas a emergência do investimento direto externo e de portfólio no fluxo total de capitais; uma nova posição de políticas econômicas, com grande ênfase na estabilidade monetária (ao contrário do desenvolvimento a qualquer custo dos anos setenta); a redução da importância do empréstimo bancário no total da dívida em detrimento da dívida securitizada e o grande aumento da volatilidade dos fluxos financeiros mundiais, com grandes implicações para as economias

nacionais. Mesmo que várias relações tenham apresentado o mesmo comportamento verificado no período da 'estatização', como a maioria dos determinantes da dívida externa privada, uma nova conformação da economia brasileira e mundial, assim como dos seus sistemas financeiros, fez com que as principais relações não permanecessem as mesmas.

REFERÊNCIAS

BAER, W.. **A Economia Brasileira**. 2. ed. São Paulo: Nobel, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL: **Notas econômico-financeiras para a imprensa do setor externo**. Vários números. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p&id=ecoimphist> >. Acesso em datas diversas.

_____. **Bancos Centrais e Banco Central do Brasil: Origem e Funções**. 2006. Disponível em
<www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/BC%20e%20Universidade%2017.3.2006.pdf
> Acesso: em 26 dez. 2006

_____. Padrão Especial de Disseminação de Dados. **DÍVIDA EXTERNA**. 2003. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/divexterna_p.htm>
Acesso em: 19 dez. 2006

BARBOSA, F. H.; CAL, M. S. Crescimento econômico e renegociação da dívida externa. **Revista de Economia Política**. Rio de Janeiro, v.12, n.1, p. 19-42, jan-mar. 1992.

BATISTA JR., P. N.. **A economia como ela é...** 3. ed. São Paulo: Boitempo, 2002.

_____. Vulnerabilidade externa da economia brasileira. **Estudos avançados**. maio 2002a, v.16, n.45, p.173-185. Disponível em
<<http://www.scielo.br/pdf/ea/v16n45/v16n45a11.pdf>> Acesso em: 28 jul. 2006.

_____. **O Brasil e a economia internacional: recuperação e defesa da economia nacional**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

_____. Negócio da China? **Folha de São Paulo**, São Paulo, 29 dez. 2005a, Dinheiro. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dineiro/fi2912200205.htm>>
Acesso: em 12 dez. 2007.

BILLI, M. Condições melhoram, mas débito segue alto. **Folha de São Paulo**, São Paulo, Dinheiro, 14 set. 2006 Disponível em
<<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dineiro/fi1409200610.htm>> Acesso em: 12 dez. 2007.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 3. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2004.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. Crítica do Crescimento com Poupança Externa. **Textos para Discussão da EESP/FGV**, n.145, out. 2005. Disponível em
<<http://www.bresserpereira.org.br/papers/2005/05.7.CriticaCrescPoupancaWEB.pdf> > Acesso em: 10 nov. 2006.

CALDERON, P. E.; FONTES, R. Credibilidade e mercado secundário da dívida externa brasileira, **Análise Econômica**, v.16, n.30, p.69-90, 1998. Disponível em
<www.ufrgs.br/fce/rae/edicoes_anteriores/pdf_setembro98/CALDERON-divexterna.pdf>
Acesso: em 02 ago. 2006.

CASTRO, L. B.. Privatização, Abertura e Desindexação: A Primeira Metade dos Anos 90. *In*: Fábio Giambiagi *et al.* **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

CERQUEIRA, C. A.. **Dívida Externa Brasileira**. 2. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/DividaRevisada/03%20Publicação%20Completa.pdf>> Acesso em: 05 nov. 2006.

CHESNAIS, F. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

CINTRA, M. A. M. Suave Fracasso: A política macroeconômica brasileira entre 1999 e 2005. **Novos Estudos - CEBRAP**, n. 73, p.39-56, nov. 2005. Disponível em <<http://www.scielo.br/pdf/nec/n73/a04n73.pdf>> Acesso em: 10 nov. 2006.

CRUZ, P. R. D. C.. Notas sobre o Endividamento Externo Brasileiro nos anos Setenta. *In*: BELUZZO, L. G. M.; COUTINHO, R. **Desenvolvimento Capitalista no Brasil**. 2. ed. v. 2. São Paulo: Brasiliense, p. 59-106, 1983.

_____. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. **Texto para Discussão: IE/UNICAMP**. Campinas: UNICAMP/IE, 1993.

ENTRADA de dólares é recorde em 2006. **Folha de São Paulo**, São Paulo, Dinheiro, 4 jan. 2007. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dineiro/fi0401200702.htm>> Acesso em: 10 jan. 2007.

FMI – Fundo Monetário Internacional. **External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users**. 2003. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/Eng/Guide/index.htm>>. Acesso em: 04 dez. 2006.

GIAMBIAGI, F. Do Déficit de Metas às Metas de Déficit: A Política Fiscal do Período 1995-2002. **Revista de Pesquisa e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro, v.32, n.1, p. 1-48, abr. 2002.

_____. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC. *In*: Fábio Giambiagi *et al.* **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

_____. Rompendo com a Ruptura: O Governo Lula. *In*: Fábio Giambiagi *et al.* **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 2005a.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. D. **Finanças Públicas**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

GIAMBIAGI, F. *et al.* O balanço de pagamentos e o passivo externo do Brasil: perspectivas de médio prazo. **Revista de Pesquisa e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro, v.28, n.3, pp. 443-474, dez. 1998.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira** – essencial. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.

HERMANN, J. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: o II PND e a Crise da Dívida Externa. *In: Fábio Giambiagi et al. Economia brasileira contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

IPEA-DATA. **Séries Temporais**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em datas diversas.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M.. **Economia Internacional**. São Paulo: Person Addison Wesley, 2005.

LONGO, C. A.; TROSTER, R. L. **Economia do Setor Público**. São Paulo: Atlas, 1993.

LOUREIRO, G. Frases. **Folha de São Paulo**, São Paulo, Dinheiro, 26 ago. 2006 Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2208200609.htm>> Acesso em: 15 dez. 2007.

MAKA, A.. A sustentabilidade de déficits em conta corrente. **Texto para discussão do IPEA**, 1997. Disponível em <http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_481.pdf> Acesso em: 10 jan. 2007

MATTOS, C. **Dívida Externa Brasileira**. Estudo da Consultoria Legislativa. Câmara dos Deputados. Maio 2006. Disponível em <http://www2.camara.gov.br/publicacoes/estnottec/tema10/2006_3144.pdf> Acesso em: 10 jan. 2007

MERCADANTE, A. Plano Real e neoliberalismo tardio. *In: Aloísio Mercadante. O Brasil Pós-Real: A política econômica em debate*. São Paulo: UNICAMP, 1998.

MEURER, R. Fluxo de Capital Estrangeiro e Desempenho do IBOVESPA. **Revista Brasileira de Finanças**. V. 4, 2006.

PAÍS obtém juro menor em nova captação em reais. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 05 dez. 2006. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0512200627.htm>>. Acesso em: 10 jan. 2007.

PAULANI, L. M., BRAGA, M. B. **A Nova Contabilidade Social**. São Paulo: Saraiva, 2001.

PRATES, Daniela Magalhães. **O ciclo recente de absorção de recursos externos e a vulnerabilidade externa da economia brasileira nos anos 90**. Texto de Discussão do projeto Gestão Estatal no Brasil São Paulo: DIESP/FUNDAP, 1999.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSSETTI, J. P.. **Política e Programação Econômicas**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 1987.

SELLTIZ, C. *et al.* **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. 2. ed. São Paulo: Herder: Ed. da USP, 1967.

SOUZA JR., C. J., JAYME JR., F. G. Constrangimentos ao Crescimento no Brasil: um modelo de hiatos (1970-2000) **Revista de Economia Contemporânea**, v.8, n.1, p.33-65, jan/jun. 2004.

STUDART, R.. **O financiamento do desenvolvimento**. In: Fábio Giambiagi *et al.* Economia brasileira contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

TESOURO NACIONAL. **Boletim do Resultado do Tesouro Nacional**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional. Vários números. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/resultado.asp>>. Acesso em datas diversas.

_____. **Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2006**. n. 6 .Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, jan. 2006. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/PAF_2006.pdf>. Acesso em: 22 dez. 2006.