

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**VULNERABILIDADE FINANCEIRA DA ECONOMIA BRASILEIRA A  
CHOQUES EXTERNOS: ANÁLISE DO ANO DE 1994 AO SEGUNDO  
TRIMESTRE DE 2004**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 - Monografia.

Por: Fátima Terezinha Frederico

Orientador: Prof. Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Macroeconomia

Palavras - Chaves:       1. Vulnerabilidade Financeira Externa  
                                  2. Transações Correntes  
                                  3. Dívida Externa

Florianópolis, dezembro de 2004.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9,00 à aluna Fátima Terezinha Frederico na disciplina CNM 5420 - Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

---

Prof. Roberto Meurer.

Presidente

---

Prof. Eraldo Sérgio Barbosa da Silva.

Membro

---

Profa. Patrícia Ferreira Fonseca Arienti.

Membro

## **Dedicatória**

Este trabalho é fruto do aprendizado que recebi desta Universidade ao longo dos últimos cinco anos. Dedico esta monografia primeiramente à Deus, que acredito ser o responsável por nos dar capacidade e motivação para continuarmos vencendo e aprendendo com os desafios que a vida nos impõe a cada dia. Depois aos meus pais pela forma como me educaram, os valores com os quais me criaram, pelo infinito amor que me passam e por tudo que significam para mim. Ao meu marido pela pessoa maravilhosa que ele é, pelos incentivos, a compreensão nos momentos difíceis e pela sua capacidade de me fazer rir mesmo nas piores situações. Aos meus irmãos, sogra, cunhados, sobrinhos e aos amigos pela paciência, incentivo e o apoio que recebi. Ao Dudu pelo companheirismo. Ao professor Roberto Meurer pelas suas valiosas dicas durante esta orientação e a todos os professores desta universidade que contribuíram com seu conhecimento para a minha formação.

## RESUMO

Uma das conseqüências da forma como os países em desenvolvimento estão inseridos na economia internacional tem se caracterizado pelo contágio que sofrem das crises externas. Eles são atingidos principalmente pelo tipo de relação de dependência por capitais que mantêm com os países centrais, resultando assim numa crescente vulnerabilidade financeira externa a estas crises. Para verificarmos esta dependência usaremos na análise algumas variáveis indicadoras da vulnerabilidade econômica brasileira num período em que ela passou por fortes mudanças. Neste período que iremos analisar, que inicia em 1994, ano de implantação do Plano Real, e vai até o segundo trimestre de 2004, houve intensificação das reformas orientadas para o mercado, com um extraordinário crescimento da abertura econômica através da liberalização do comércio e do mercado financeiro. Com esta abertura os capitais privados voltaram ao país e possibilitaram um novo padrão de financiamento, permitindo ao Brasil implantar e manter um plano de estabilização, após várias tentativas frustradas e traumáticas. A equipe econômica usou para a estabilização de preços política monetária e o controle da taxa de câmbio. A primeira serve como instrumento regulador, principalmente em momentos de crise. Já a taxa de câmbio foi valorizada e mantida durante os quatro primeiros anos do plano em bandas cambiais, submetendo nossa economia à concorrência internacional. O país manteve elevadas taxas de juros durante a fase abordada neste trabalho, sobretudo nas crises externas, com o intuito de atrair capitais para financiar os constantes déficits em transações correntes. Essa dependência contínua por capitais externos deixou o país muito suscetível às crises, sentindo forte repercussão de seus efeitos na economia doméstica. Sofreu impacto vindo da crise mexicana, asiática, russa como uma das causas da desvalorização cambial em 1999, a crise argentina e por fim com a desconfiança dos investidores frente à eleição presidencial brasileira. Com a mudança em 1999, do sistema de taxas de câmbio saindo das bandas para o flutuante, houve incentivo para o aumento das exportações o que deixou as importações mais caras, com isso foi possível amenizar os déficits em transações correntes e em três anos mais tarde obter superávit e assim diminuir a dependência por capitais externos pelo menos para cobrir o saldo desta balança.

## LISTA DE ANEXOS

Anexo 1: Variáveis utilizadas.....	73
Anexo 2: Coeficientes de vulnerabilidade financeira externa brasileira.....	81

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Taxa de Inflação IGP-DI média do trimestre (% a.m.).....	39
Figura 2: Balança comercial (média móvel anual e em US\$ milhões).....	42
Figura 3: Balança de serviços e rendas (média móvel anual e em US\$ milhões).....	43
Figura 4: Taxas de juros reais média do trimestre (% a.m.).....	44
Figura 5: Balança de transações correntes (média móvel anual e em US\$ milhões).....	45
Figura 6: Conta capital e financeira (média móvel anual e em US\$ milhões).....	45
Figura 7: Conta capital e financeira (no tempo e em US\$ milhões).....	46
Figura 8: Dívida externa bruta total/PIB (%).....	50
Figura 9: Dívida externa líquida total/PIB (%).....	52
Figura 10: Dívida externa total do setor público/PIB (%).....	53
Figura 11: Dívida externa total do setor público/Dívida externa bruta total (%).....	54
Figura 12: Juros da dívida externa/Exportações (%).....	55
Figura 13: Juros da dívida externa/PIB (%).....	57
Figura 14: Serviço da dívida externa/Exportações (%).....	58
Figura 15: Serviço da dívida externa/PIB (%).....	59
Figura 16: Reservas internacionais conceito de liquidez internacional/Dívida externa bruta total (%).....	60
Figura 17: Reservas internacionais líquidas e ajustadas/Dívida externa bruta total (%).....	61
Figura 18: Dívida externa bruta total/Exportações (anos).....	62
Figura 19: Dívida externa líquida total/Exportações (anos).....	63
Figura 20: Reservas internacionais conceito de liquidez internacional/Serviço da dívida externa (anos).....	64
Figura 21: Reservas internacionais líquidas e ajustadas/Serviço da dívida externa (anos).....	66
Figura 22: Reservas internacionais conceito de liquidez internacional/Juros da dívida externa (anos).....	67
Figura 23: Reservas internacionais líquidas e ajustadas/Juros da dívida externa (anos).....	68

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Balanço de Pagamentos.....	19
Tabela 2: Taxa de variação do PIB real (em %).....	41

## SUMÁRIO

- RESUMO.....	IV
- LISTA DE ANEXOS.....	V
- LISTA DE FIGURAS.....	VI
- LISTA DE TABELAS.....	VII

### CAPÍTULO I

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
<b>1.1 PROBLEMÁTICA.....</b>	<b>11</b>
<b>1.2 OBJETIVOS.....</b>	<b>12</b>
<b>1.2.1 Objetivo Geral.....</b>	<b>12</b>
<b>1.2.2 Objetivos Específicos.....</b>	<b>13</b>
<b>1.3 METODOLOGIA.....</b>	<b>13</b>

### CAPÍTULO II

<b>2 A PRODUÇÃO E AS RELAÇÕES DE BENS, SERVIÇOS E CAPITAIS ENTRE PAÍSES.....</b>	<b>16</b>
<b>2.1 A CONTABILIDADE NACIONAL.....</b>	<b>16</b>
<b>2.2 O PROBLEMA DE PAGAMENTOS.....</b>	<b>18</b>
<b>2.3 FINANCIAMENTO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES     E DO BALANÇO DE PAGAMENTOS.....</b>	<b>21</b>
<b>2.4 TAXA DE CÂMBIO.....</b>	<b>22</b>
<b>2.4.1 Tipos de Taxas de Câmbio.....</b>	<b>22</b>
<b>2.4.2 Sistemas de Taxas de Câmbio.....</b>	<b>23</b>

### CAPÍTULO III

<b>3 A GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA E A VULNERABILIDADE FINANCEIRA EXTERNA.....</b>	<b>25</b>
<b>3.1 GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA.....</b>	<b>25</b>
<b>3.2 VULNERABILIDADE EXTERNA.....</b>	<b>27</b>



<b>3.3 AS ECONOMIAS EMERGENTES E OS RISCOS.....</b>	<b>29</b>
<b>3.4 CAUSAS PARA A VULNERABILIDADE EXTERNA E VARIÁVEIS DE AJUSTE.....</b>	<b>31</b>

## **CAPÍTULO IV**

<b>4 PLANO REAL.....</b>	<b>36</b>
<b>4.1 ANTECEDENTES DO PLANO REAL.....</b>	<b>36</b>
<b>4.2 MECANISMOS PARA ADOÇÃO DO PLANO.....</b>	<b>37</b>
<b>4.3 EFEITOS DO PLANO REAL SOBRE ALGUMAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS.....</b>	<b>39</b>
<b>4.4 DESEMPENHO DAS BALANÇAS DE TRANSAÇÕES CORRENTES E DE CAPITAIS E FINANCEIRA.....</b>	<b>44</b>

## **CAPÍTULO V**

<b>5 ANÁLISE DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA EXTERNA BRASILEIRA ATRAVÉS DOS INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO.....</b>	<b>49</b>
<b>5.1 OS INDICADORES DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA EXTERNA BRASILEIRA EM PERCENTUAIS.....</b>	<b>50</b>
<b>5.1.1 A relação entre a dívida externa bruta total e o PIB.....</b>	<b>50</b>
<b>5.1.2 A relação entre a dívida externa líquida total e o PIB.....</b>	<b>51</b>
<b>5.1.3 A relação entre a dívida externa total do setor público e o PIB.....</b>	<b>52</b>
<b>5.1.4 A relação entre a dívida externa total do setor público e a dívida externa bruta total.....</b>	<b>54</b>
<b>5.1.5 A relação entre os juros da dívida externa e as exportações.....</b>	<b>55</b>
<b>5.1.6 A relação entre os juros da dívida externa e o PIB.....</b>	<b>56</b>
<b>5.1.7 A relação entre o serviço da dívida externa e as exportações.....</b>	<b>57</b>
<b>5.1.8 A relação entre o serviço da dívida externa e o PIB.....</b>	<b>58</b>
<b>5.1.9 A relação entre as reservas internacionais conceito de liquidez internacional e a dívida externa bruta total.....</b>	<b>59</b>
<b>5.1.10 A relação entre as reservas internacionais líquidas e ajustadas e a dívida externa bruta total.....</b>	<b>61</b>
<b>5.2 OS INDICADORES DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA EXTERNA BRASILEIRA NO TEMPO.....</b>	<b>62</b>

5.2.1	Dívida externa bruta total e exportações.....	62
5.2.2	Dívida externa líquida total e exportações.....	63
5.2.3	Reservas internacionais conceito de liquidez internacional e o serviço da dívida externa.....	64
5.2.4	Reservas internacionais líquidas e ajustadas e o serviço da dívida externa.....	65
5.2.5	Reservas internacionais conceito de liquidez internacional e os juros da dívida externa.....	66
5.2.6	Reservas internacionais líquidas e ajustadas e os juros da dívida externa.....	68

## **CAPÍTULO VI**

6	CONCLUSÃO.....	70
---	----------------	----

	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	72
--	---------------------------------	----

## **CAPÍTULO I**

### **1 INTRODUÇÃO**

A intensa relação financeira, produtiva e comercial vivida atualmente entre os países é a marca visível da globalização. Para Gonçalves (1999)<sup>b</sup> no âmbito financeiro esta inter-relação é caracterizada pela maior abertura das economias e da desregulamentação dos mercados, no produtivo e comercial é visível pelas multinacionais.

Este excessivo desenvolvimento da globalização financeira e produtiva pode ser visto numa perspectiva positiva como uma grande oportunidade para os países se desenvolverem e serem competitivos. Mas, por outro lado, como uma forma de aumento da dependência por capitais internacionais e assim estarem suscetíveis às crises na falta ou diminuição dos recursos.

As crises econômicas internacionais da segunda metade da década de 90 colocaram em evidência a vulnerabilidade e a instabilidade das economias emergentes. Para Gonçalves (1999)<sup>b</sup> os principais determinantes desta situação foram o excesso de liquidez internacional e os processos de liberalização financeira, comercial e cambial adotados nestes países.

A exuberante expansão dos fluxos de capitais financeiros internacionais no início da década de 90 possibilitou aos países em desenvolvimento um novo modelo de financiamento, dando suporte à implantação de programas de estabilização monetária. Mas, esta forma de suprir as necessidades financeiras tornou-os dependentes das oscilações do investimento internacional. Como expectativa é uma variável importante dessa volatilidade dos capitais, diante de um acontecimento que gere desconfiança nos investidores daquele país e nos que estão próximos, há uma fuga de capitais em busca de lugares que julguem ser mais estáveis, causando assim o chamado efeito contágio.

Por conseguinte, a volatilidade do investimento internacional cria e agrava a vulnerabilidade das economias que utilizam esta forma de financiamento para suas obrigações. Para se defenderem ou amenizarem os efeitos das crises externas os países fazem alterações em suas políticas monetárias visando se adaptarem às situações adversas.

#### **1.1 PROBLEMÁTICA**

Os anos 90 foram para o Brasil, decisivos quanto à sua maior participação na economia global, através da abertura econômica do país no forte processo de globalização. Esta maior penetração no mercado mundial deu-se pela intensificação das relações do setor produtivo, e dos fluxos comerciais e financeiros e foi possível graças à redução de barreiras fiscais e mudanças no aparato legal regulador destas relações.

A globalização no âmbito financeiro é marcada segundo Carcanholo e Paineira (2002) por uma ampliação do processo de desregulamentação pelos países industrializados, e por todos os mercados em desenvolvimento, e a interpenetração dos vários mercados nacionais, favorecida pela liberalização dos fluxos internacionais de capitais.

Com esta maior abertura econômica houve uma robusta expansão dos fluxos de capitais entre os países, principalmente no início da década de 90, tornando acessível aos países em desenvolvimento uma nova fonte de financiamento. Que foi utilizado, principalmente, para as necessidades de cobertura do saldo das transações correntes e como suporte para implantar e manter planos de estabilização monetária.

Não obstante, a adoção deste padrão de financiamento torna os países que o empregam, intensamente dependentes das oscilações de oferta de capitais disponíveis no mercado internacional. Como estes fluxos são marcados pela volatilidade, diante de qualquer sinalização ou suspeita de dificuldades do país em quitar suas dívidas eles partem em busca de locais com menor risco. Este efeito, pelo que se viu em crises anteriores, como a mexicana, asiática e russa é a razão da saída de fluxos – através do efeito contágio – também em países vizinhos ou distantes, mas com características de políticas econômicas semelhantes.

Portanto, a volatilidade destes fluxos de investimento internacional agrava o problema da vulnerabilidade externa, visto que o país é refém da entrada destes capitais para cobrir déficits correntes e saldar empréstimos anteriores. Quando acontecem crises externas e estes fluxos diminuem ou param vemos claramente suas conseqüências: queda nas reservas internacionais, pressão por depreciação da moeda doméstica e aumento do endividamento externo, por ter que oferecer taxas de juros maiores para atrair os investidores.

## **1.2 OBJETIVOS**

### **1.2.1 Objetivo Geral**

- Analisar a economia brasileira, com enfoque no aspecto da vulnerabilidade externa, desde o ano de implantação do Plano Real até o segundo trimestre de 2004.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- Apresentar as políticas adotadas no Plano Real e após ele, para as taxas de juros e câmbio, variáveis fundamentais à performance econômica do país e também de defesa aos acontecimentos externos.
- Exibir o desempenho das principais balanços do balanço de pagamentos brasileiro relacionando com a política econômica adotada e a situação externa.
- Através do resultado de alguns itens do balanço de pagamentos estabelecer uma relação entre os compromissos brasileiros com credores externos e quanto de recursos o país dispõe para quitar estas obrigações. Desta relação, fazer uma análise se houve aumento ou queda da vulnerabilidade financeira externa conforme a situação econômica internacional, com ênfase para os momentos de crises.

## **1.3 METODOLOGIA**

Este trabalho é baseado na literatura existente e na análise da relação entre os acontecimentos econômicos e o comportamento de algumas variáveis econômicas.

A metodologia utilizada é a do exame dos dados estatísticos de algumas contas do balanço de pagamentos brasileiro, taxa de juros interna e externa, taxa de câmbio, dívida externa entre outras séries utilizadas ao longo do trabalho, que inicia no primeiro trimestre de 1994 até o segundo trimestre de 2004.

Os valores destas contas do balanço de pagamentos e da dívida externa estão expressos em dólares e foram extraídos na Internet da página do Banco Central do Brasil (BACEN), do Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas (IPEA), e das publicações da Revista Conjuntura Econômica da Fundação Getúlio Vargas. Alguns períodos das séries da dívida externa bruta total, líquida e do setor público não foram publicadas pelo BACEN então

fizemos interpolação linear, para suprir a falta deles, sendo que estes trimestres estão identificados no anexo.

Com estas variáveis econômicas construímos os índices trimestrais de vulnerabilidade financeira externa brasileira, do período compreendido pelo trabalho, para isso nos baseamos nos indicadores de endividamento externo publicados pelo BACEN. Utilizamos os resultados obtidos nestes coeficientes que calculamos para fazer uma análise do desempenho de cada um, em paralelo a situação econômica interna e externa, observando qual variável pressionou para o aumento ou diminuição da vulnerabilidade externa. Os indicadores da vulnerabilidade externa em percentuais são:

- Dívida externa bruta total/PIB;
- Dívida externa líquida total/PIB;
- Dívida externa total do setor público/PIB;
- Dívida externa total do setor público/ Dívida externa bruta total;
- Juros da dívida externa/Exportações;
- Juros da dívida externa/PIB;
- Serviço da dívida externa/Exportações;
- Serviço da dívida externa/PIB;
- Reservas internacionais conceito de liquidez internacional/Dívida externa bruta total e
- Reservas internacionais líquidas e ajustadas/Dívida externa bruta total.

Para o cálculo destes indicadores pegou-se, por exemplo, o valor final da dívida externa bruta total em determinado período dividido pelo PIB acumulado no ano, multiplicado por 100.

Os outros indicadores que o BACEN publica são expressos em quantidade de anos:

- Dívida externa bruta total/Exportações;
- Dívida externa líquida total/Exportações;
- Reservas internacionais conceito de liquidez internacional/Serviço da dívida externa;
- Reservas internacionais líquidas e ajustadas/Serviço da dívida externa;
- Reservas internacionais conceito de liquidez internacional/Juros da dívida externa e
- Reservas internacionais líquidas e ajustadas/Juros da dívida externa.

Neste modo de calcular a vulnerabilidade financeira externa utilizamos, por exemplo, o valor das reservas internacionais líquidas e ajustadas dividido pelo valor acumulado do serviço da dívida externa, resultando numa quantidade de tempo, em anos, que o pagamento de juros está coberto por esta modalidade de reservas.

Com os resultados obtidos nestes dois conjuntos de coeficientes, podemos contrastá-los com a situação da economia doméstica frente às adversidades externas e aos fatos marcantes do período que compreende este estudo.

Nosso trabalho visa analisar a vulnerabilidade financeira externa, e inicia num momento de forte transição para economia brasileira, a implantação de um plano cujos objetivos principais eram a estabilização de preços e o crescimento econômico sustentável. Para atingir os objetivos propostos neste trabalho, veremos através dos indicadores descritos acima, como as políticas adotadas no Plano Real e após ele afetaram o aumento ou diminuição da vulnerabilidade.

Para atingirmos os objetivos propostos neste trabalho, no que se refere à estrutura, ele é apresentado em seis capítulos, da seguinte forma:

No primeiro capítulo contém a introdução, a problemática, os objetivos: geral e específicos e a metodologia.

No segundo consta uma revisão teórica, como referencial analítico da contabilidade nacional, balanço de pagamentos, os financiamentos das transações correntes e do balanço de pagamentos e os tipos e sistemas de taxas de câmbio.

O terceiro capítulo trata da literatura a respeito da globalização econômica, da vulnerabilidade externa, os riscos das economias emergentes e por fim das causas para a vulnerabilidade externa e as variáveis de ajuste.

A situação brasileira no início do Plano Real, bem como os mecanismos adotados para a implantação do plano, os efeitos sobre algumas variáveis macroeconômicas e a performance das balanças de transações correntes e de capitais e financeira é o assunto do quarto capítulo.

O quinto capítulo trata da análise da vulnerabilidade financeira externa da economia brasileira através dos indicadores calculados a partir de dados do balanço de pagamentos, como descritos acima.

Para finalizar, no sexto capítulo será apresentada uma concisa conclusão em relação ao problema tratado ao longo do trabalho e os resultados alcançados.

## **CAPÍTULO II**

### **2 A PRODUÇÃO E AS RELAÇÕES DE BENS, SERVIÇOS E CAPITAIS ENTRE OS PAÍSES**

Para entendermos as relações econômicas entre os países, faz-se necessário apresentarmos alguns conceitos, referentes às variáveis determinantes ou influenciadas por estas relações e este é o propósito deste capítulo que está dividido em quatro tópicos:

No primeiro item são apresentados os conceitos de: contabilidade nacional, que é um resumo das receitas e despesas que fazem parte da produção e renda do país; os agentes econômicos que da relação entre eles fará o país funcionar; e os agregados macroeconômicos, que são as variáveis que compõem a equação da identidade macroeconômica básica.

No item 2.2 consta a definição do balanço de pagamentos e as contas que fazem parte dele.

No próximo item, 2.3, são mostrados os mecanismos que o país dispõe para enfrentar os déficits em transações correntes e as causas deste enfrentamento.

Por último, no item 2.4, é tratado da taxa de câmbio, esta importante variável usada para conversão dos preços entre as diferentes moedas, bem como seus tipos e sistemas de taxas.

#### **2.1 A CONTABILIDADE NACIONAL**

A Contabilidade Nacional trata da mensuração da atividade econômica, em seus diversos aspectos. Ela é importante por nos fornecer um conjunto de regras para a contabilização das relações entre as três variáveis macroeconômicas mais importantes, o produto, a renda e o gasto.

Para Rossetti (1985) a Contabilidade Nacional é uma técnica parecida com a utilizada pela contabilidade das empresas. Sua função é apurar os resultados obtidos, em unidades monetárias, nas diversas transações que se verificaram entre os agentes do sistema econômico em determinado período de tempo.

Os agentes econômicos são as famílias, as empresas, o governo e o exterior como apresenta Gonçalves (1998). O balanço de cada um destes agentes está dividido em duas



grandes contas, as receitas (fontes de recursos), despesas correntes (uso de recursos) e a variação da poupança. Do outro lado estão as mudanças patrimoniais associadas à poupança.

No caso das famílias as receitas são os salários, juros e dividendos pagos por empresas locais e externas ou pelo governo, bem como as transferências unilaterais recebidas do exterior. Elas irão gastar seus recursos com o consumo, pagamento de tributos e formação de poupança. A conta de variação patrimonial mostra a alocação dos recursos em poupança pelas famílias, ou seja, aquisição de títulos de curto e longo prazo emitidos por empresas locais, governo ou pelo exterior.

As empresas têm como fonte de receita o valor agregado em suas operações produtivas. Esse valor agregado pelas empresas é o valor do Produto Interno Bruto (PIB) gerado no país que corresponde a produção final para consumo, investimento, exportações menos importações de bens e serviços e gastos governamentais. Estas receitas são usadas para pagar salários, juros e dividendos às famílias e ao exterior e lucros retidos que farão parte da poupança das empresas. Quanto aos tributos, que as empresas recolhem, vamos considerar que eles são devidos pelas famílias e apenas repassados ao governo pelas empresas. A variação patrimonial tem como fonte os lucros retidos, as ações e a venda de títulos às famílias e ao exterior que são usados para investimento bruto.

Os tributos pagos pelas famílias formam as receitas do governo, que serão usados para os gastos correntes, juros e dividendos pagos às famílias e ao exterior, o restante forma a sua poupança ou superávit governamental em conta corrente. A conta de variação patrimonial demonstra a cobertura das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), ou o valor dos investimentos públicos menos a poupança do governo, a partir da venda de títulos governamentais de curto e longo prazo às famílias e ao exterior.

As receitas do agente exterior são a diferença entre as rendas de capitais do exterior aplicados no país menos as transferências unilaterais recebidas pelas famílias. Seu uso é dado pela diferença entre as exportações e as importações de bens e serviços, resultando em déficit do balanço de pagamentos, em conta corrente ou recebimento de poupança externa. A poupança externa somada com as vendas de títulos de curto e longo prazos às famílias, subtraídos os aumentos de reservas externas do país formam as fontes de variação patrimonial, que serão usados para aquisição de títulos de longo prazo.

A consolidação dos resultados destes quatro agentes, tomando fontes e usos como créditos e débitos, respectivamente, nos fornece o resultado da identidade contábil básica da macroeconomia, em uma economia aberta. Esta identidade é formada pelo consumo,

investimentos, gastos do governo e transações com o resto do mundo e é representada pela seguinte equação:

$$\text{PIB} = \text{Y} = \text{C} + \text{I} + \text{G} + \text{X} - \text{M}, \text{ onde:}$$

$\text{PIB} = \text{Y}$  = a renda nacional constitui-se dos gastos domésticos e estrangeiros de bens e serviços produzidos pelos fatores de produção domésticos;

$\text{C}$  = o consumo de bens e serviços, adquiridos pelo setor privado para suprir as necessidades correntes;

$\text{I}$  = o investimento é a parcela da produção utilizada pelas empresas privadas para a produção futura ou o estoque de capital do país;

$\text{G}$  = os gastos do governo são constituídos por quaisquer bens e serviços adquiridos pelo governo em suas três esferas.

$\text{X} - \text{M}$  = as transações com o exterior constituem-se nas vendas de bens e serviços ao exterior (exportações) e nas compras de bens e serviços do exterior (importações).

Vimos, portanto, que a soma das relações entre os agentes e as variáveis econômicas, apresentadas anteriormente são responsáveis pelo desempenho econômico do país. Entretanto, para ficar mais ampla nossa visão e mais nítida das relações entre os países precisamos conhecer as contas do balanço de pagamentos.

A conta do agente exterior definida acima corresponde ao balanço de pagamentos na contabilidade nacional, que é apresentada no item a seguir.

## 2.2 O BALANÇO DE PAGAMENTOS

As relações entre os países são indispensáveis ao bom funcionamento da economia mundial porque, por exemplo, os residentes podem escolher entre consumir determinado produto nacional ou comprar de outro país. Utilizando para isso, a possibilidade de levar em conta na tomada de decisão, variáveis que julgue importante, como preço e qualidade.

Para contabilizar as transações envolvendo bens, serviços e fluxos financeiros, efetuados entre os residentes e os não-residentes de determinado país, durante um certo período de tempo existe o balanço de pagamentos.

O balanço de pagamentos retrata, em valores monetários os fluxos de transações de todos os residentes daquele país com o resto do mundo. Os lançamentos seguem o preceito de contabilização pelo Sistema das Partidas Dobradas, toda origem de recurso gera um ou vários destinos para este recurso e vice-versa. Ou seja, a soma dos créditos e débitos se anulam.

Ele divide-se em dois grandes grupos: as transações correntes e a conta capital e financeira, como apresentado na síntese do balanço de pagamentos, publicado pelo Banco Central do Brasil e transcrito na Tabela 1.

Tabela 1: Balanço de Pagamentos

<b>Balanço de Pagamentos</b>
<b>US\$ milhões</b>
<b>Discriminação</b>
<b>Balança comercial (FOB)</b>
Exportação de bens
Importação de bens
<b>Serviços e rendas (líquido)</b>
Serviços
Receita
Despesa
Rendas
Receita
Despesa
<b>Transferências unilaterais correntes</b>
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>
<b>CONTA CAPITAL E FINANCEIRA</b>
Conta capital
Conta financeira
Investimento direto
Investimento brasileiro direto
Participação no capital
Empréstimo intercompanhia
Investimento estrangeiro direto
Participação no capital
Empréstimo intercompanhia
Investimentos em carteira
Investimento brasileiro em carteira
Ações de companhias estrangeiras
Títulos de renda fixa
Investimento estrangeiro em carteira
Ações de companhias brasileiras
Títulos de renda fixa
Derivativos
Ativos
Passivos
Outros investimentos
Outros investimentos brasileiros
Outros investimentos estrangeiros
<b>ERROS E OMISSÕES</b>
<b>RESULTADO DO BALANÇO</b>

Fonte: Banco Central do Brasil.

O valor das transações correntes é o resultado da soma da balança comercial, balança de serviços e rendas e as transferências unilaterais. A balança comercial é o resultado do

comércio internacional de mercadorias, ou seja, das exportações (venda de bens ao exterior) são diminuídas as importações (compra de bens do exterior). Sempre que o país vende mais aos outros países que compra, o resultado é superavitário e ocorre mais entrada que saída de recursos do país.

Na balança de serviços e rendas, constam os fluxos do comércio de serviços como: transporte, viagens internacionais, seguros e outros. Em rendas são registrados os juros da dívida externa, lucros e dividendos. Quando consumimos mais serviços e rendas de não-residentes, do que eles utilizam os nossos ficamos deficitários e há um fluxo financeiro negativo para o exterior.

Nas transferências unilaterais são lançados os valores que não tem contrapartida do país que as recebeu, como é o caso, da principal componente, as remessas que os migrantes que estão no exterior enviam para o Brasil. Esta conta é a que apresenta os menores valores do balanço de pagamentos, mas seus resultados são bastante significativos e historicamente ela apresenta resultado superavitário.

Estas três contas apresentadas anteriormente formam o grupo das transações correntes que é conhecido também, como poupança externa. É chamada assim porque quando seu saldo é deficitário o país comprou mais bens e serviços que vendeu no período, o exterior está financiando nosso excesso de gastos e teremos de remunerá-lo com juros. Se ao contrário, o país obteve superávit nesta conta, o país pode reduzir a sua dívida ou ficar com créditos no exterior. Estes créditos recebem juros, assim como pagamos pelos recursos utilizados do exterior.

O outro grande grupo de contas é a conta capital e financeira, onde são lançados os fluxos de ativos financeiros: investimentos e reinvestimentos diretos, empréstimos e suas amortizações e os investimentos de portfólio.

Há também no balanço de pagamentos a conta erros e omissões, onde são contabilizados os valores das alterações dos saldos das contas do Banco Central em bancos e organismos internacionais, fazendo variar o valor das reservas. Isto ocorre porque são realizadas milhões de transações bancárias entre pessoas físicas e jurídicas com o exterior, podendo não ser detectadas de forma correta. A função desta conta é a de gerar igualdade entre o saldo do balanço de pagamentos e as contas de financiamento, principalmente as reservas internacionais.

Se as despesas (saídas) superarem as receitas (entradas), o balanço de pagamentos apresenta déficit, se ocorrer o inverso há superávit e se os valores forem iguais está equilibrado. Vemos a seguir como os resultados dele são tratados pelos países.

### **2.3 FINANCIAMENTO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES E DO BALANÇO DE PAGAMENTOS**

Vimos no item anterior, 2.2, as contas que fazem parte do balanço de pagamentos, agora são explanados os mecanismos para o país resolver problemas de déficits em transações correntes e as implicações no uso destas medidas, bem como, o que pode ser feito diante de resultado positivos.

No balanço de pagamentos brasileiro, a conta de serviços e rendas é historicamente deficitária como veremos no quarto capítulo deste trabalho. Exercem forte influência para obtenção destes resultados os juros, os lucros e dividendos enviados ao exterior. Estes valores negativos devem ser compensados com superávit da balança comercial e das transferências unilaterais, mas caso não seja, e as transações correntes fiquem negativas, o país deve ter um fluxo positivo de recursos na conta capital e financeira, para que o balanço de pagamentos fique superavitário ou pelo menos equilibrado.

Estas entradas de capitais podem ocorrer, como vimos anteriormente nos componentes da conta capital e financeira, através da contratação de empréstimos e financiamentos, entrada de investimentos externos diretos com a venda total ou parcial de: empresas públicas (através de privatizações) e empresas privadas e recebimento de investimentos de portfólio.

O grande problema de um país estar sempre financiando as transações correntes com a entrada de capitais, é que ele está assumindo novas dívidas com o exterior, pois no futuro estes fluxos de entrada vão ocasionar fluxos de saída. Nos empréstimos e financiamentos (dívida externa) através dos juros e amortizações e na venda de empresas através dos lucros e dividendos. Esta situação pode levar o país a um ciclo vicioso: o déficit financiado em transações correntes hoje pode ser a causa de um déficit no futuro, pelas obrigações que este financiamento gera ao país.

Por fim, a soma das transações correntes com a balança de capitais resulta no saldo do balanço de pagamentos<sup>1</sup>. Se o resultado apurado for déficit, o país terá de remediar sua

---

<sup>1</sup> Caso haja divergência entre o valor apurado das transações correntes com a balança de capitais e o saldo do balanço de pagamentos a diferença está na conta erros e omissões.

situação com as contas externas, buscando recursos com o FMI ou outras instituições internacionais ou utilizando as reservas internacionais. O uso das reservas internacionais implicará em variação positiva (aumento) quando o balanço de pagamentos for superavitário e variação negativa (diminuição) quando o balanço de pagamentos for deficitário. Mas, o uso das reservas internacionais para financiar déficit no balanço de pagamentos é possível em situações eventuais, pois além de serem finitas elas não devem ficar num nível muito baixo.

As reservas internacionais são divulgadas pelo Banco Central do Brasil em dois conceitos: as reservas internacionais conceito de liquidez internacional<sup>2</sup> e as reservas internacionais líquidas e ajustadas<sup>3</sup>.

## 2.4 TAXA DE CÂMBIO

Todas as transações comerciais e financeiras entre países, que vimos anteriormente como são contabilizadas, são intermediadas pela conversão através de câmbio entre suas moedas. Estas operações de conversão cambial fazem parte de um mercado de suma importância, pela crescente interligação mundial, seja para o comércio de bens e serviços ou para transacionar fluxos de capitais.

A taxa de câmbio é a taxa em que se dá a conversão entre moedas. Por exemplo, quantos reais são necessários para comprar um dólar ou uma mercadoria cotada em dólares. A sua influência no preço dos produtos faz com que a taxa de câmbio desempenhe papel fundamental na competitividade dos países. Ela afeta as decisões dos agentes econômicos entre exportar ou vender no mercado interno, causando aumento ou redução de custos para empresas que utilizam insumos importados. Os investidores também levam em conta as mudanças esperadas na taxa de câmbio quando adquirem ativos internacionais, trata-se do risco cambial, como é exposto no item 3.3. Há diferentes tipos de taxas e regimes cambiais como relatado a seguir.

---

<sup>2</sup> Para o BACEN nas reservas internacionais conceito de liquidez internacional constam os depósitos, títulos, ouro, Direito Especial de Saque (DES), outros haveres em moeda estrangeira, até fevereiro de 2001 englobava o saldo credor do Convênio de Créditos Recíprocos (CCR) e créditos concedidos a outros países, sendo que após esta data apenas o saldo credor de CCR.

<sup>3</sup> Segundo o BACEN para chegar ao valor das reservas internacionais líquidas e ajustadas são retirados do valor das reservas internacionais conceito de liquidez internacional as obrigações do país com: saldo devedor de CCR, créditos com o FMI e, a partir de dezembro de 1998 os créditos do Programa de Assistência Financeira coordenado pelo FMI e os ajustes: referentes à variação da paridade das moedas que compõem os haveres e obrigações de reservas, flutuações no preço do ouro e, a partir de novembro de 2000 variações nos preços dos títulos e reclassificações, quando ocorrerem.

### 2.4.1 Tipos de Taxas de Câmbio

Mankiw (1995) apresenta como os economistas definem os dois tipos de taxas cambiais: a taxa nominal ( $e$ ) e a taxa real ( $R$ ). A taxa nominal de câmbio é o número de unidades de moeda doméstica que se pode obter em troca de uma unidade de moeda estrangeira, ou o preço da moeda estrangeira em termos da moeda nacional. No caso brasileiro é dado pela relação  $R\$/US\%$  e esta taxa vai depender da oferta e demanda pela moeda estrangeira no mercado doméstico

A taxa de câmbio real é o preço relativo dos bens em dois países, pode ser chamada também de termos de troca. Ou seja, a taxa de câmbio real nos diz a que taxas são trocados os bens de um país pelos bens de outro país, e pode ser encontrada pela equação:  $R = e.P^*/P$ , onde  $e$  é a taxa de câmbio nominal,  $P^*$  a inflação externa e  $P$  a inflação doméstica.

Com uma elevação (queda) de preços domésticos e as outras variáveis da relação permanecendo constantes há uma depreciação (apreciação) do valor real da moeda nos quais tais preços são expressos. Do mesmo modo que uma elevação (diminuição) na taxa nominal de câmbio representa uma desvalorização (valorização) da moeda local em relação à divisa tomada como referência.

Tudo o mais permanecendo constante, uma depreciação (apreciação) nominal da moeda doméstica eleva (diminui) o preço em moeda local de mercadorias ou ativos do exterior e diminui (aumenta) o preço em moeda externa de mercadorias e ativos domésticos. Quanto à competitividade via preços, portanto, uma depreciação (apreciação) reduz (aumenta) a competitividade local de mercadorias e ativos estrangeiros e abre uma margem de manobra para redução (aumento) de preços em divisas de seus semelhantes locais. Logo, a posição real dos preços locais em relação aos externos, depende da evolução simultânea da taxa nominal de câmbio e dos preços domésticos e estrangeiros.

O conceito de taxa de câmbio real é de fundamental importância, por exemplo, para verificarmos o que ocorreu no passado, principalmente no caso brasileiro onde a taxa de inflação é bem mais alta que a apresentada pelos países em desenvolvimento.

### 2.4.2 Sistemas de Taxas de Câmbio

Dornbusch e Fischer (1991) apresentam os sistemas de taxas de câmbio em fixas e flutuantes, constituindo-se nas duas situações mais utilizadas para efeito teórico. Nas taxas fixas, os bancos centrais dos países que os adotam ficam prontos para comprar e vender suas moedas a um preço fixo em termos de dólares, intervindo no mercado para ofertar ou demandar dólares com o intuito de que a taxa de câmbio continue no mesmo valor. Para assegurar que a taxa de câmbio permaneça fixa é necessário que o país mantenha um estoque de moedas externas conversíveis, capazes de satisfazer a demanda dos agentes internos por moeda internacional. Este estoque de moedas é chamado de reservas internacionais.

No regime de taxas de câmbio flexíveis, os bancos centrais permitem que os seus valores sejam determinados livremente para equacionar a oferta e a demanda por moeda estrangeira. Neste sistema há flutuação com e sem intervenção. Com flutuação limpa ou sem intervenção, os bancos centrais não compram ou vendem divisas no mercado cambial, ficam de fora e permitem que as taxas de câmbio sejam determinadas livremente. Na flutuação suja ou com intervenção os bancos centrais intervêm comprando e vendendo moedas estrangeiras na tentativa de influenciar a taxa de câmbio.

Neste capítulo relatamos como são contabilizados os resultados obtidos pelo país da interação dos agentes econômicos internos e externos. Que as vinculações entre estes agentes são representadas nas diversas contas do balanço de pagamentos, e a taxa de câmbio é uma importantíssima variável, por intermediar e influenciar na decisão deles e, portanto, alterar o resultado destas contas. Por exemplo, com uma desvalorização da taxa de câmbio doméstica há uma tendência para que se obtenha saldo positivo na balança comercial pelo estímulo ao aumento das exportações e diminuição das importações, constituindo-se numa importante ajuda para alcançar superávit nas transações correntes.

Como vimos também, com a obtenção de resultado positivo em transações correntes o país não precisa depender da entrada de capitais para ter saldo positivo no balanço de pagamentos. Neste caso, os capitais entrantes podem ser utilizados para quitar dívidas com o exterior ou acumular reservas, diminuindo a vulnerabilidade externa (assunto abordado no próximo capítulo). Estes capitais podem ser empregados também, em investimento produtivo, para gerar desenvolvimento capaz de melhorar a situação do balanço de pagamentos, via aumento de exportações e queda de importações, e conseqüentemente deixar o país menos dependente de recursos externos. É por tudo isto que a obtenção de resultado positivo nas transações correntes é tão desejada.



## **CAPÍTULO III**

### **3 A GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA E A VULNERABILIDADE FINANCEIRA EXTERNA**

Este capítulo está dividido em quatro tópicos, para apresentarmos os fatores determinantes e os efeitos da globalização econômica sobre a vulnerabilidade externa dos países. No primeiro tópico é exposta a definição de globalização econômica, seus determinantes e como foi difundida e viabilizada.

O tópico 3.2 menciona a definição de vulnerabilidade externa e os efeitos sobre os países que a apresentam.

No próximo, item 3.3, consta os tipos de riscos que os investidores de economias emergentes estão sujeitos.

Por fim, no tópico 3.4 são mostradas as causas para a vulnerabilidade externa e as variáveis passíveis de ajustes.

#### **3.1 GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA**

A globalização está presente em nosso cotidiano por ocupar grande espaço no noticiário e na literatura, e embora utilizada muitas vezes, mas com significados diferentes, pela diversidade de definições existente e por afetar de forma demasiada as relações sociais. Trata-se, de um conceito bastante amplo, que é empregado para explicar fatos de natureza completamente diversa, mesmo quando classificada na esfera econômica, a globalização pode ser associada a uma grande variedade de fenômenos e conseqüências. Neste trabalho o tema é abordado estritamente na ótica econômica.

O processo de globalização econômica se intensificou no final da década de setenta e início da de oitenta e é caracterizado pela interação cada vez mais profunda das relações entre os países. Gonçalves (1999) a define pela ocorrência concomitante de três processos que afetam as áreas: financeira, produtivo-real, comercial e tecnológica. Segundo ele, estes processos são a expansão extraordinária – compartilhada entre os países – dos fluxos de bens, serviços e capitais, a exacerbação da concorrência internacional e a maior integração entre os sistemas econômicos nacionais.

No caso da expansão extraordinária dos fluxos de capitais são exemplos os empréstimos internacionais e os investimentos em carteira. A globalização produtivo-real refere-se à internacionalização da produção, ou seja, quando são oferecidos internamente bens e serviços de outros países. Essa interação pode ser por meio do comércio internacional, relações contratuais, investimento externo direto (IED) que constituem relevantes fontes de recursos para os países em desenvolvimento que apresentam insuficiência de poupança interna e restrições no balanço de pagamentos.

Quanto ao acirramento da concorrência internacional ele é difícil de medir, mas pode ser acolhido pela intensa disputa entre os países na atração dos capitais e na conquista de mercados consumidores. Como uma amostra desta rivalidade, temos o avanço dos mercados de capitais nos países emergentes, que passaram a possuir significantes centros financeiros para aplicação ou intermediação de recursos. Este aumento da concorrência entre os países deve-se a possibilidade dos investidores em diversificar seus capitais em vários mercados, longe ou perto geograficamente por grupos transnacionais no sistema financeiro internacional.

O terceiro processo diz respeito à progressiva integração dos sistemas econômicos nacionais, que sob a ótica da globalização financeira, pode ser medida pelo número de transações financeiras internacionais. Destas operações totais, uma fração cada vez maior de ativos emitidos por residentes é comprada por não-residentes, como também a participação de títulos estrangeiros na carteira de fundos de pensão, e outros tantos instrumentos de negociação entre países.

Essa integração da economia global, como vimos atualmente, para Gonçalves et al (1998) foi viabilizada e disseminada, graças à ocorrência ao longo das últimas duas décadas de três processos. O primeiro foi a imponente transformação mundial vinda com o desenvolvimento de novas tecnologias, na área das telecomunicações e da informática, que possibilitou uma gigantesca redução de custos, acesso em tempo real às informações e operações nos mais longínquos mercados.

No segundo processo as configurações políticas e institucionais, trazidas pela ascensão das idéias liberais, nos anos oitenta. Preconizadas pelos governos Thatcher e Reagan, na Grã-Bretanha e Estados Unidos respectivamente, de diminuição nas intervenções do governo na economia e desregulamentação dos sistemas econômicos mundiais. Entretanto, segundo Gonçalves (1999)<sup>b</sup> na esfera financeira os fluxos de capitais já apresentavam uma liberalização internacional, desde o início da década de setenta em alguns países desenvolvidos. Singer (1999) relata que esta liberalização só se tornou política explícita dos

principais países capitalistas na década de oitenta. A nova configuração talvez seja resultado da pressão por mais liberdade para o capital após a ruptura do sistema de Bretton Woods.

O terceiro e último processo determinante da globalização refere-se aos fatores sistêmicos e estruturais que fizeram da globalização econômica, uma saída para os países desenvolvidos, ricos em capital, porém com baixo crescimento produtivo-real. Foi a solução encontrada por eles para superar as dificuldades de demanda para seus produtos e de excesso de capital, com o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico e externo via pressão para terem acesso aos mercados internacionais de bens e serviços.

As empresas multinacionais são amostras nítidas da globalização, não possuem um lugar único para instalarem todas as fases da produção à comercialização. Decidem alocar suas unidades produtivas, administrativas e comerciais, de acordo com os custos. Com as facilidades tecnológicas e logísticas atuais elas alocam cada um destes departamentos no local que apresentar vantagem comparativa num fator significativo à fase do produto. Assim, conseguem produzir com baixos custos e vender por preços elevados aos grandes mercados consumidores e alcançar vultosos lucros.

A globalização econômica constitui-se, portanto, numa oportunidade para países ricos expandirem seus horizontes de investimentos produtivos e financeiro. Já para os países emergentes é uma fonte de recursos para quitar dívidas ou capaz de gerar desenvolvimento pelo aumento de produção, emprego e renda. O grande problema, para os países em desenvolvimento, ocorre quando há cessação ou queda destes fluxos e é o assunto do próximo item.

### **3.2 VULNERABILIDADE EXTERNA**

A vulnerabilidade externa pode ser visualizada através da repercussão de crises econômicas internacionais nos países que são frágeis diante destas mudanças no cenário externo. Como define Gonçalves (1996, p. 136)

A vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência frente à influência de fatores desestabilizadores externos ou choques externos. A vulnerabilidade externa envolve, portanto, uma significativa fragilização do país frente a fatores desestabilizadores externos.

Em que proporções estes acontecimentos externos irão repercutir internamente, as variáveis macroeconômicas que o governo poderá ajustar para amenizar ou resolver os efeitos estão atrelados ao tamanho da vulnerabilidade.

O processo de globalização, como vimos anteriormente, tem levado a uma relação de interdependência entre as nações, mas esse processo se desenvolve de forma assimétrica entre elas que pode ser visualizado pela vulnerabilidade unilateral que alguns países apresentam. Esse tipo de fragilidade atinge os países com nenhuma ou quase nenhuma capacidade de influenciar na conjuntura internacional. Mas, são altamente sensíveis às mudanças no cenário internacional.

Segundo Gonçalves (1999)<sup>b</sup> estes países vulneráveis estão sujeitos às variações no preço e quantidades, que pode ocorrer com os fluxos internacionais de bens, serviços e capitais. As oscilações no preço afetarão os custos, prazo e os termos de troca nas importações e exportações, dependendo do grau de vulnerabilidade que o país apresenta. Já mudanças de quantidade, no caso de diminuição pressionam para aumento de preço, já que o recurso está escasso.

Num choque recessivo que atinja os grandes compradores ou investidores das economias periféricas, há uma queda ou até cessação de transações. Mesmo que seja uma oscilação rápida e logo as economias maiores voltem ao patamar anterior de compra ou investimento, as conseqüências serão sentidas nos países periféricos. Tais como: recessão e desemprego por ter de diminuir a produção; queda de renda; empobrecimento dos produtores por se verem obrigados a baixarem preços no mercado internacional na tentativa de atrair consumidores; queda dos fluxos de investimento; elevação da taxa de juros para captar novos investimentos.

A vulnerabilidade unilateral se manifesta, nestes países periféricos, por eles dependerem dos resultados econômicos dos países centrais para vender seus produtos e receber fluxos de capitais. Por exemplo, no atentado às torres gêmeas, a economia americana prolongou seu quadro recessivo, com desemprego, queda nas bolsas de valores e baixo estímulo para investimentos. Como conseqüência do poder econômico que os Estados Unidos exercem sobre as economias periféricas, a recessão repercutiu nelas.

No Brasil os efeitos foram queda: na bolsa de valores, nas exportações, na entrada de capitais destinados a investimentos aqui, entre outros. Dois anos mais tarde, em 2003, a economia norte-americana alcançou um crescimento industrial expressivo, surtindo efeitos no acréscimo de renda e consumo. Aproveitando esta boa fase de expansão aumentamos as

nossas exportações visando satisfazer esta elevação de demanda para consumo e recebemos deles investimentos de capitais que procuravam mercados com taxas de juros atrativas. Mas, quando esta expansão econômica ameaçou o nível de inflação e o presidente do Banco Central Norte-Americano – FED, falou em usar as taxas de juros para conter a subida dos preços causou pânico no mercado financeiro brasileiro. Pois com a subida da taxa de juros americana os investidores não achariam a nossa tão atrativa pelo risco a que estavam sujeitos.

O país vulnerável segundo Carcanholo e Paineira (2002) perde a autonomia da política monetário-financeira, não podendo determinar a taxa de juros e os preços dos ativos domésticos, num contexto de dependência do fluxo de capitais externos. Para o país ser competitivo na atração de capitais deve oferecer um diferencial, entre as taxas de juros interna e externa (para cobrir o risco), com a finalidade de atrair capitais. O que acaba por restringir o seu uso para fins internos como emprego e renda.

Este diferencial oferecido é evidente nas economias emergentes, por conta do risco que elas proporcionam aos seus investidores, e que os países desenvolvidos não o apresentam. No próximo item apresentamos a definição de risco, os seus tipos e as conseqüências para a economia que o apresenta.

### **3.3 AS ECONOMIAS EMERGENTES E OS RISCOS**

De uma forma geral, os países que melhor remuneram o capital financeiro são as chamadas economias emergentes ou periféricas. Por dependerem destes recursos elas oferecem taxas de juros elevadas para cobrir o risco de se aplicar dinheiro nelas e tentar convencer os investidores que são a melhor alternativa para o destino de seus recursos.

O risco país, que está implícito na taxa de juros, é um índice de referência exclusivo para as economias emergentes. Ele pode ser definido como uma exposição a perdas em operações internacionais de crédito, provocadas por acontecimentos que estão sob controle do governo e totalmente fora do alcance do agente privado envolvido. A taxa de risco é definida no mercado financeiro internacional como *spread*, uma taxa adicional cobrada pelo investidor diante da percepção de risco e que varia conforme a liquidez, garantias do tomador de empréstimos e o prazo de resgate do título. Portanto, o risco país é um reflexo da situação econômica e financeira do país, a estabilidade política e o desempenho histórico no cumprimento de suas obrigações financeiras.

O risco Brasil, por exemplo, como mostra Canuto (2002) é medido pelo Banco JP Morgan através da diferença entre o retorno de um título emitido pelo governo brasileiro e o retorno de um título de maturidade correspondente emitido pelo governo norte-americano (livre de risco). O risco assim quantificado representa uma probabilidade de declaração de insolvência pelo governo brasileiro nas obrigações de suas dívidas. Há também as agências internacionais de classificação de risco, como a Moody's, Standard & Poor's e a Fitch IBCA, que realizam análises da situação dos países e os qualificam através de indicadores da capacidade de pagamento de dívidas pelos governos.

No caso brasileiro o risco país é um forte componente da taxa de juros doméstica, pois o país precisa oferecer um prêmio, para recompensar o agente econômico que aceita aplicar seus recursos numa economia que apresenta a possibilidade de não cumprir com suas obrigações financeiras. Assim, reduzindo o risco país diminui a taxa dos juros doméstica.

Dentre as variáveis importantes para a formação do risco Brasil, podemos citar: os resultados esperados das contas fiscais e do saldo em transações correntes do balanço de pagamentos, as condições do mercado financeiro doméstico e internacional, a credibilidade da equipe econômica em implantar e cumprir metas, entre outras.

O risco país inclui o risco cambial que é a probabilidade da moeda nacional tornar-se inconversível em moeda estrangeira por falta de reservas, ou o estabelecimento de restrições pelo governo de transferências ao exterior. No Brasil, o risco cambial mostrou-se um importante determinante do risco país, sobretudo em épocas de crise.

Como vimos anteriormente, risco é uma característica exclusiva das economias emergentes, que são dependentes das centrais e possuem elevado grau de sensibilidade às variações externas. Elas dependem, por exemplo, do recebimento de capitais externos para pagar suas dívidas ou realizar investimento, e grandes quantidades de capitais vêm sob a forma de IED, que são destinados a empresas sobre a qual o investidor estrangeiro tem controle total ou parcial sobre a tomada de decisão, e a sua remuneração são os lucros obtidos.

Quando há queda no investimento externo, que determinada economia nacional recebia, seja pela volatilidade dos fluxos de capitais, pela falta deles ou a elevação do custo do dinheiro, é preciso ajustar todas as suas contas externas. Em determinadas crises pode ocorrer diminuição da oferta ou de prazo na obtenção de capitais a serem investidos, principalmente em economias que apresentem maior risco. Para estes países captarem investimentos externos carece oferecer um prêmio de risco, implícito na taxa de juros, elevando o custo de captação do dinheiro.

Estes mercados emergentes, portanto, são estudados e avaliados por peritos das agências de classificação de risco e tem seus riscos medidos pelo banco JP Morgan, que sinalizam de acordo com suas expectativas quanto ao quadro econômico futuro, os melhores locais para aplicar recursos. Diante de uma avaliação negativa por parte destes analistas ou os pontos do risco aumentarem, causa perda de confiança na condução das políticas econômicas do país. Pode-se ter a expectativa, por exemplo, que o governo não terá capacidade de resgatar os valores investidos e os juros, em moeda conversível, por falta de reservas externas.

A consequência destas incertezas é uma grande fuga de capitais, pela aversão ao risco do investidor. Estes acontecimentos se propagam rapidamente como num efeito dominó atingindo os países vizinhos, que em comum só tenham a denominação, emergente, ou que estejam próximos geográfica e culturalmente. Eichengreen (2003, p. 133) é bastante otimista e defende que este comportamento dos investidores tende a mudar

Quando no fim de 2001, as condições financeiras se deterioraram e o caos político irrompeu na Argentina, levando o país a decretar a moratória de sua dívida, a tendência de a perturbação se espalhar foi surpreendentemente fraca.

Para Eichengreen (2003) o acesso às informações mais amplas e transparentes, de um tempo para cá, está permitindo ao mercado diferenciar um país do outro, de acordo com os fundamentos econômicos e não pelo “efeito contágio”, pela proximidade geográfica. Mas, em se tratando de expectativas do mercado, é muito difícil ter um padrão para elas, pois mudam rapidamente e a contaminação por probabilidades negativas à respeito de determinada economia é rápida como vimos nas crises da década de 90.

### **3.4 CAUSAS PARA A VULNERABILIDADE EXTERNA E VARIÁVEIS DE AJUSTE**

As variáveis utilizadas, neste trabalho, para medir a vulnerabilidade financeira externa são as relações entre os compromissos brasileiros com os credores externos e o quanto o país dispõe de determinado recurso para quitar estas obrigações. Por exemplo: juros e exportações, serviço da dívida e exportações, mostrando quanto representa o pagamento de cada um destes compromissos em relação às exportações. Os juros e o PIB, serviço da dívida e o PIB e dívida externa bruta e líquida em relação ao PIB, resultando no quanto cada um deles representa das riquezas produzidas no país. Utilizamos também as reservas internacionais conceito de

liquidez internacional e as líquidas e ajustadas relacionadas à dívida externa bruta e líquida, aos juros e ao serviço da dívida externa, resultando desta relação quanto destas obrigações estão cobertas por cada um destes dois conceitos de reservas.

Por conseguinte, estes indicadores de vulnerabilidade financeira externa retratam a situação econômica do país e servem para sinalizar o comportamento futuro da economia. Estes coeficientes influenciam as expectativas dos investidores na hora de decidirem onde aplicar os seus recursos, porque na medida em que o endividamento do país esteja crescendo muito em relação às riquezas produzidas internamente, eles podem desconfiar da saúde financeira e procurarem outros destinos para os seus capitais.

Pelo fato do país precisar destes recursos externos ele vai oferecer uma taxa de juros bastante elevada, sobretudo em épocas de crises quando as expectativas estão pessimistas, para continuar na rota do capital internacional. Mas, como observam Carcanholo e Paineira (2002) o que deveria determinar o fluxo de capitais, diferença de taxa de juros entre os países, variação esperada no preço dos ativos domésticos e desvalorização cambial esperada, acaba por ser ditado pelo comportamento desse fluxo, que se orienta por expectativas e estas, por suas vez, guiam-se pela capacidade do país em questão saldar as suas obrigações externas, ou seja, no tamanho da vulnerabilidade externa.

O aumento da vulnerabilidade externa, segundo a literatura econômica, dá-se pelo crescimento destes indicadores. Ou seja, aumenta a dívida com o resto do mundo e diminui ou continua estável a fonte de recursos interna para quitar estes compromissos. São exemplos: os recursos emprestados do FMI ou de outras agências para financiar déficit no balanço de pagamentos, a entrada de investimentos de portfólio ou direto em empresas, pela venda total ou parcial delas, como nas privatizações. Quando estes recursos entram são bastante úteis para o país quitar as dívidas, são contabilizados em suas respectivas contas do grupo capital e financeira e nas reservas internacionais.

Como também a entrada no país de IED é uma forma de captar recursos de um agente econômico estrangeiro que atua na economia doméstica, por meio de empresas subsidiárias ou filiais. Este investidor pode aplicar seus recursos, por exemplo, na compra de parte da empresa e se tornar sócio, comprar uma instituição que esteja sendo privatizada, trazer a filial de uma multinacional, entre outras alternativas de investimentos produtivos. O recebimento de IED está atrelado ao envio dos lucros e da repatriação do capital investido ao exterior.

No caso das relações contratuais, elas permitem que os agentes econômicos nacionais produzam internamente bens ou serviços que têm origem no resto do mundo. São exemplos os



contratos de transferência de marcas, patentes, franquias, parcerias e alianças estratégicas. Neste caso há o pagamento de licença de uso e royalties. Estes tipos de recursos internacionais, IED e relações contratuais são importantes para o país produzir mais e eficientemente, o grande problema está na hora de devolver estes recursos ao exterior. As remessas de lucros e pagamento de royalties, por exemplo, são contabilizados e influenciam negativamente a balança de serviços e rendas.

Os investimentos externos diretos têm um caráter de longo prazo, pois sua remuneração depende da maturação do investimento, até que gere lucros pelas empresas. Enquanto os de portfólio são guiados pelos acontecimentos conjunturais, movimentando-se de acordo com as expectativas, os resultados e as perspectivas econômicas. Como observa Carcanholo e Paineira (2002) existe uma relação inversa entre a maturidade e os problemas que causam estes investimentos, ou seja, quanto menor a maturidade, maiores serão os problemas. Assim como, quanto menor o componente investimento de portfólio na conta de capital, menos volátil tende a ser o fluxo de capital.

Mesmo os capitais de mais longo prazo como os IED causam problemas no balanço de pagamentos, embora não imediato como os de curto prazo. Ocorre porque segundo Carcanholo e Paineira (2002) embora este tipo de investimento não gere pagamento de juros e amortização, há saída de lucros obtidos e repatriação deste capital, pressionando para um resultado mais estrutural o déficit em transações correntes da conta de serviços nos pagamentos a fatores. Kregel (1996 apud CARCANHOLO; PAINCEIRA, 2002) chama a atenção para a diferenciação que se costuma fazer entre o IED e os capitais de portfólio, quando se usa caracterizar o primeiro como menos móvel e de longo prazo, para ele o fato das grandes inovações financeiras diluam a noção de prazo dos investimentos.

Carcanholo e Paineira (2002, p.5) apontam algumas razões para o aumento da vulnerabilidade externa das economias periféricas

[...] se é devido (i) a instabilidade estrutural do mercado internacional de capitais, ou (ii) a existência de maior mobilidade de capital em determinado país ou região. A questão é que, frente à natureza instável do mercado de capitais, a maior liberdade nos fluxos de entrada e saída de recursos em regiões periféricas tende a elevar o grau de vulnerabilidade externa dessas regiões.

Diante de uma crise externa não é fácil prever a duração e o estrago causados por efeitos externos nas economias dependentes, o que pode ajudar numa previsão é o quanto ela

está passível às variações das economias centrais. Gonçalves (1999)<sup>b</sup> aponta os principais indicadores de dependência do país: o tamanho da dívida externa em relação ao PIB, o peso das exportações em relação ao mercado consumidor interno, as importações de tecnologia, bens de capitais dos países centrais, entre outros.

O primeiro indicador diz respeito à capacidade do país estar produzindo recursos para quitar suas dívidas. Quando esta relação aumenta o país está se endividando e a sua produção não está sendo suficiente para quitar as dívidas antigas ou para comprar, investir e está contraindo novas dívidas.

A relação entre as exportações e o mercado consumidor interno, diz respeito aos produtos que precisam de mercado externo para serem vendidos, os produtores ficam sujeitos às mudanças na taxa de câmbio e a uma situação externa favorável, como aumento de renda disponível para elevar as vendas para o resto do mundo.

Por último, se o país depende da importação de bens de capital e tecnologias para desenvolver a indústria nacional, para produzir mais e mantê-la competitiva, sendo capaz de inovar e criar riquezas com a melhora na qualidade do parque fabril.

Os governos destas economias vulneráveis dispõem basicamente de duas variáveis de ajuste diante de crises que causam efeitos rápidos: as taxas de câmbio e de juros. Dentro da primeira opção, eles podem ofertar reservas internacionais no mercado, através dos leilões de dólares, na tentativa de mantê-la estável, visto que os investidores externos não querem a desvalorização da moeda dos títulos que possuem porque vão perder dinheiro na conversão dos valores aplicados em moeda doméstica por dólares. Para ajudar na contenção da fuga de capitais a taxa de juros é elevada na tentativa de deixar os investidores interessados em continuar aplicando no país.

Estas duas variáveis de ajustes oferecem resultados breves, mas dependem principalmente das expectativas do investidor. Caso ele tenha uma visão pessimista sobre o país, que hoje oferece vantagens para investimento, mas que no passado não havia honrado seus compromissos, optará ou por retirar seus recursos ou mesmo não aplicar naquela economia, ainda que o país esteja oferecendo uma taxa de juros mais elevada que os demais. Quando correm boatos de que a economia não anda bem, a primeira atitude dos governantes, geralmente é de negar a crise e tranquilizar os investidores, procurando mostrar os pontos positivos e o controle total sobre a situação. Agindo assim tentarão reverter todas as expectativas pessimistas e impedir a propagação de idéias que resultem na evasão de capitais.

Para se defender da vulnerabilidade externa é essencial que o país atinja superávits em transações correntes, não precisando desta forma usar os recursos captados na conta capital e financeira para cobrir déficits nesta balança. Estes capitais podem ser utilizados, por exemplo, para quitar dívidas, acumular reservas num nível que garanta a livre conversibilidade dos recursos e em investimento que gere desenvolvimento e crescimento econômico.

Portanto, para o país não ser tão vulnerável às situações externas adversas é primordial que ele utilize de forma adequada os capitais nele aplicados, para produzir bens e serviços capazes de aumentar as exportações, diminuir as importações e assim alcançar saldos positivos em transações correntes.

## **CAPÍTULO IV**

### **4 PLANO REAL**

Por neste trabalho analisamos a vulnerabilidade brasileira a partir do ano da entrada em vigor do Plano Real, apresentamos logo no item 4.1 de forma sucinta a situação econômica do país antes da implantação do plano.

O item 4.2 tratamos dos mecanismos, políticas fiscais, cambiais e monetárias, adotados para atingir os objetivos do plano.

No tópico 4.3 relatamos os efeitos do plano sobre algumas variáveis macroeconômicas como PIB, balança comercial, balança de serviços e rendas e taxas de juros.

No último tópico, 4.4 são comparadas: a evolução das transações correntes e a conta capital e financeira, com o intuito de evidenciar a importância do país obter saldo positivo nas transações correntes, e assim não depender de poupança externa para alcançar um balanço de pagamentos positivo.

#### **4.1 ANTECEDENTES DO PLANO REAL**

A abertura da economia brasileira foi fundamental para uma profunda transformação estrutural do país. O início aconteceu com a implementação, pelo então Ministro da Fazenda, Maílson da Nóbrega em 1988, do regime de taxas de câmbio flutuantes em alguns segmentos econômicos e que mais tarde foi ampliado para outros setores.

O processo de abertura da economia brasileira, portanto, entrou em vigor nos últimos dois anos do Governo José Sarney e tornou-se veemente no Governo Fernando Collor de Mello a partir de 1990. Esta abertura econômica segundo Ferrari Filho (2003) foi ao encontro das mudanças observadas no mundo global e criou condições para formulação de um plano de estabilização.

Segundo Canuto (2004) no início dos anos 90, o governo do presidente Fernando Collor implementou um programa de liberalização financeira externa e de redução de barreiras protecionistas contra a importação. O programa consistiu na diminuição da cobertura

de barreiras não tarifárias, tais como reservas de mercado, quotas, proibições, diminuição no nível médio das tarifas de importação e redução do grau de dispersão na estrutura tarifária.

A liberalização financeira brasileira aos capitais externos, no início da década de 90, trouxe para o nosso país vultosos fluxos de capitais privados em busca de fontes de aplicação rentáveis nos países em desenvolvimento. Nosso país foi beneficiado pelas baixas taxas de juros vigentes no mercado internacional, a disponibilidade de capitais externos e a recessão nos Estados Unidos e Japão, que tornaram mais atraentes as oportunidades de lucros nos países periféricos.

A abertura externa da economia brasileira, por sua vez, trouxe progresso para o país, mas a situação interna era bastante complicada. As tentativas de estabilização econômica fracassaram e a inflação ressurgiu num ambiente recessivo. Estes fatores econômicos somados às questões políticas, denúncias de corrupção, levaram ao *impeachment* do Presidente Collor, em outubro de 1992.

Com a saída de Collor assume o poder o então Vice-Presidente, Itamar Franco. Logo no início do seu mandato o país passou por algumas turbulências econômicas, com a troca seguida de três Ministros da Fazenda, que ficaram no cargo cada um dois meses, até a entrada de Fernando Henrique Cardoso, em 1993.

Juntos Fernando Henrique e Itamar Franco anunciaram o Programa de Ação Imediata – PAI, cujo objetivo principal, segundo o Ministério da Fazenda brasileiro era combater a inflação e ajustar as contas públicas. Os pontos mais importantes de ataque, do programa foram: a redução das despesas públicas, controle das transferências de recursos da União para os estados e municípios, controle sobre a ampliação do crédito dos bancos públicos, combate à sonegação, aceleração das privatizações e a assinatura do acordo da dívida externa com o FMI e os bancos credores.

Para Ferrari Filho (2003) todas estas ações de abertura da economia, liberação do mercado financeiro e implementação do programa de privatizações visavam adaptar o país às mudanças globais e dar condições para o lançamento de um plano de estabilização.

## **4.2 MECANISMOS PARA ADOÇÃO DO PLANO**

O Plano Real veio, portanto, adequar o país ao processo de globalização, através de uma ampla abertura nas transações comerciais e financeiras com o exterior e principalmente

por um forte programa de estabilização, calcado em âncoras cambiais e na utilização de poupança externa.

Para os formuladores do plano, uma das principais variáveis a ser erradicada era a nossa histórica inflação. Que era atribuída, por eles, como decorrente do desequilíbrio das contas públicas e da indexação generalizada dos contratos dos agentes econômicos<sup>4</sup>.

A política econômica adotada para chegarmos a tão sonhada estabilidade de preços foi baseada numa substancial mudança nos regimes fiscal e monetário e como descreve Ferrari Filho (2003) implementada em três estágios:

- a) Aprovação no Congresso Nacional, no final de 1993 para vigorar nos próximos dois anos, do Fundo Social de Emergência. Este fundo era constituído, por um pacote de medidas fiscais de contenção de gastos públicos e de aumento das receitas tributárias. Seria atacado assim o principal foco de inflação, o déficit público e como planejado no mês anterior à reforma monetária, obteve-se o superávit fiscal primário representando cerca de 2,5% do PIB.
- b) Criação em fevereiro de 1994 da Unidade Real de Valor (URV), como padrão de valor monetário, permanecendo o cruzeiro real como moeda de curso legal. A URV era uma média de três índices de preços representativos da economia (IPCA-E, IGP-M e IPC) e considerada unidade de conta comparativa ao dólar, levou a economia a encontrar um caminho de preços sustentáveis. Neste processo transitório os salários e impostos, por exemplo, eram convertidos obrigatoriamente pela URV do dia do pagamento.
- c) O último estágio ocorreu em julho de 1994 quando foi implementada a reforma monetária, substituição do cruzeiro real pelo real. Um real tinha o último valor de referência de uma URV, 2.750,00 cruzeiros reais. Essa reforma monetária implementou regras de emissão monetária e definiu a paridade máxima entre o real e o dólar, sendo baseada em âncoras monetária e cambial. A âncora monetária com taxas de juros elevadas servia como contenção do ímpeto da economia no curto prazo, consequência imediata e previsível quando há uma mudança substancial no regime inflacionário. A

âncora cambial, com taxa de câmbio valorizada, objetivou reduzir e estabilizar o nível de preços interno.

Com o câmbio valorizado e a liberalização do comércio exterior a inflação foi contida e manteve-se em níveis baixos e um dos principais objetivos do plano foi alcançado rapidamente, a queda brusca da inflação e a sua manutenção, como podemos constatar através da Figura 1.

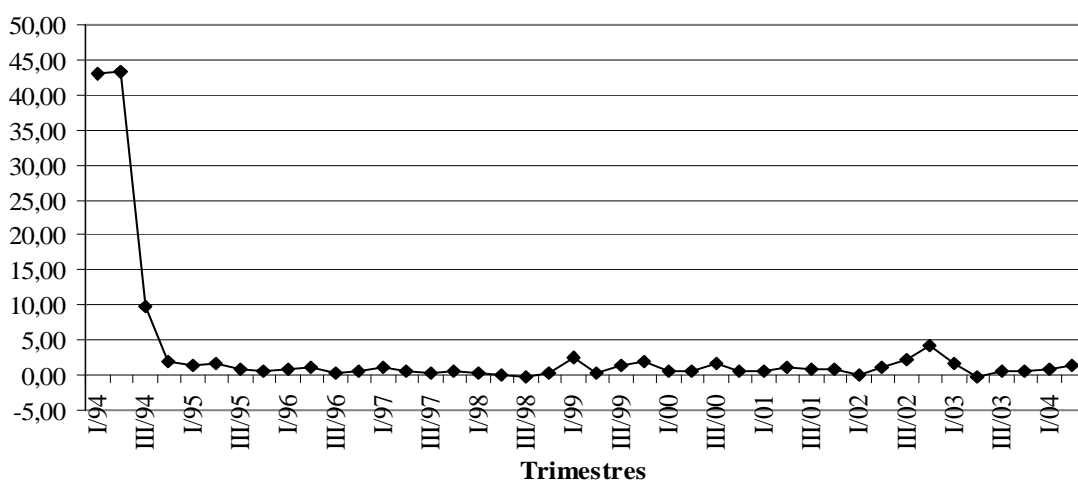


Figura 1: Taxa de Inflação IGP-DI média do trimestre (% a.m.).

Fonte: Banco Central do Brasil.

Esta rápida estabilização do IGP-DI foi atingida graças aos produtos brasileiros que não podiam ter seus preços elevados, por estarem concorrendo com o preço dos produtos externos. Estas mercadorias estrangeiras não sofriam alteração em seus valores pelas facilidades de importação e pelo câmbio fixo. Os exportadores também contribuíram para a estabilidade dos índices de inflação, pois não se sentiam estimulados em exportar (no início do plano real a taxa de câmbio chegou a valer menos de R\$ 1,00) e preferiam vender no mercado interno.

Um dos graves problemas históricos brasileiros, a inflação, foi atacado. Vemos no próximo item como se comportaram as balanças: comercial e a de serviços e rendas, através de gráficos apresentados nas figuras em médias móveis anuais para tirar o efeito sazonal.

<sup>4</sup> Essa indexação generalizada era realizada pelos agentes econômicos, que para se defenderem da inflação passada, reajustavam seus preços e repassavam a inflação anterior para os preços correntes, dinamizando a inflação presente.

Apresentamos também as taxas de juros reais: interna a Over-Selic, e externa, Libor dólar americano, que indexa a maior parte das nossas dívidas externas.

#### **4.3 EFEITOS DO PLANO REAL SOBRE ALGUMAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS**

A abertura comercial e o câmbio valorizado, se de um lado estabilizou os preços, de outro aumentou o valor total das importações, (aumento de 51% no primeiro trimestre de 1995 se comparado com o mesmo período do ano anterior) causando consideráveis déficits na balança comercial. A valorização do real fez com que a balança comercial, que antes da entrada em vigor do plano era superavitária e cobria o déficit da balança de serviços, passasse a apresentar saldo negativo. Antes ela ajudava no superávit das transações correntes e depois do plano passou a pressionar para resultados negativos.

Estes déficits foram financiados graças à liberalização da conta de capitais, que trouxe para o país os recursos estrangeiros, principalmente de curto prazo, atraídos pelos rendimentos das elevadas taxas de juros. A entrada destes capitais acabou por criar uma “bola de neve”, pois para o país efetuar os pagamentos financeiros (juros, amortizações, remessa de lucros e repatriação de capitais) ele vai precisar de mais recursos externos. Deixando o país muito dependente da vinda destes capitais e vulnerável a uma crise no balanço de pagamentos.

Quanto às conseqüências do padrão de financiamento dos déficits em transações correntes e dos compromissos financeiros assumidos no passado recente Alves Júnior e Paula (1999) apresentam algumas das críticas dirigidas ao Plano Real. De modo especial, quanto à permanência de juros internos elevados que atraiu os capitais externos de curto prazo, em montante muitas vezes superior ao necessário para cobrir os saldos do balanço de pagamentos, que causou uma subida, no nível de reservas e deu impulso à apreciação real do câmbio.

A apreciação do real produziu dois efeitos, primeiro resultou em expressivos déficits na balança comercial, pelo aumento das importações. Segundo, a entrada desses capitais foi mediante assinatura de acordos em dólares, com juros elevados e uma parte considerável de curto prazo, exigindo do país uma busca por novos capitais para refinarçar ou quitar os compromissos antigos.



Alves Júnior e Paula (1999) relatam que segundo os formuladores do plano, além de visar a estabilização de preços, ele era um processo de reestruturação produtiva com as seguintes características:

- a) Com as privatizações, os fluxos de capitais externos e a importação de bens de capitais, os investimentos no país permitirão um aumento e modernização do parque fabril, dando sustentação ao ciclo de crescimento;
- b) Esta reestruturação produzirá ganhos de produtividade persistentes, suficientes para compensar a apreciação ocorrida do câmbio e estimular uma reação dos exportadores;
- c) Por último, reverter a grande expansão de penetração das importações na cadeia produtiva.

Contudo, podemos observar que o controle da inflação foi alcançado rapidamente e mantido com o Plano Real. Mas, quanto ao processo de reestruturação produtiva está bem longe de alcançar seus objetivos de crescimento econômico prolongado, como podemos constatar através das taxas de variação do PIB real, na Tabela 1.

<b>Ano</b>	<b>Varição %</b>
1.994	5,85
1.995	4,22
1.996	2,66
1.997	3,27
1.998	0,13
1.999	0,79
2.000	4,36
2.001	1,31
2.002	1,93
2.003	-0,22

Tabela 2: Taxa de variação do PIB real (em %).  
Fonte: Revista Conjuntura Econômica.

Ferrari Filho (2003, p. 114) defende que,

[...] a estabilidade monetária somente tem sentido se ela, ao permitir que os agentes econômicos continuem confiando nas relações contratuais expressas em unidades monetárias, viabiliza os processos de produção, circulação e distribuição da atividade econômica.

Para Ferrari Filho (2003) a estabilização dos preços deve ser um instrumento para propiciar crescimento e desenvolvimento econômicos sustentáveis e não a meta final da política econômica.

Da mesma forma podemos comprovar que a reestruturação produtiva não surtiu os efeitos esperados se observarmos as condições do ciclo de crescimento econômico atual. No caso das indústrias elas estão operando com baixa capacidade ociosa causando pressão nos preços, para equilibrar a oferta e a demanda.

O outro desafio do plano era a reversão do déficit na balança comercial, que aconteceu somente sete anos após a entrada em vigor do Real, a partir do último trimestre de 2001, como mostrado na Figura 2.

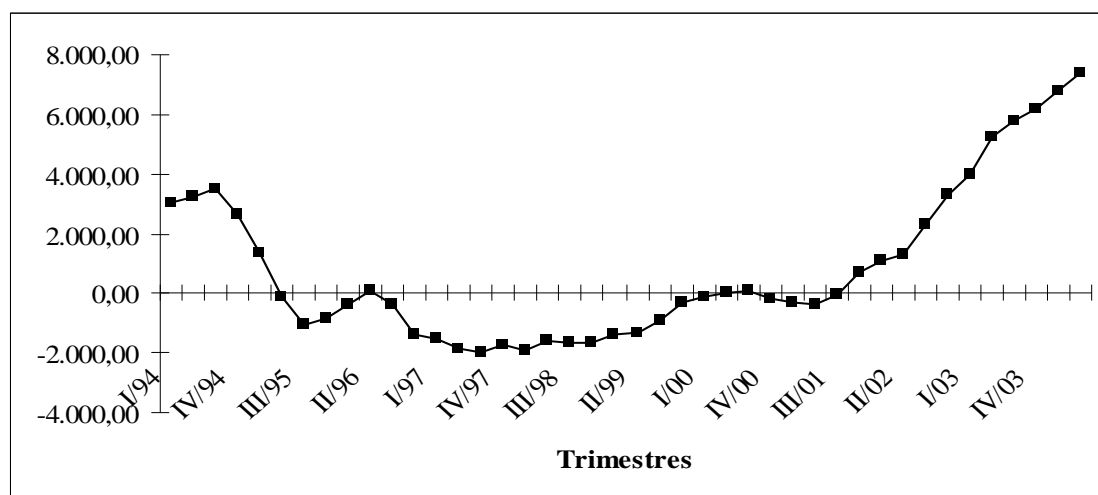


Figura 2: Balança comercial (média móvel anual e em US\$ milhões).

Fonte: Banco Central do Brasil.

Como apresentamos anteriormente a balança comercial é o resultado do comércio entre um país e o resto do mundo. Depois de julho de 1994, com a nossa moeda valorizada em relação ao dólar, nossas compras externas cresceram de forma expressiva, enquanto as nossas vendas aos outros países diminuíram.

No início do plano, em alguns períodos, a taxa de câmbio R\$/US\$ chegou a ficar abaixo de 1,00 o que barateou as importações e desfavoreceu as exportações, pressionando para déficits sucessivos na balança comercial. Foi somente com a desvalorização do real em

1999, quando a taxa passou para R\$/US\$ 1,91, que as importações se estabilizaram, e as exportações começaram a crescer, incentivadas pelo câmbio favorável. Revertendo os déficits na balança comercial.

Esta taxa de câmbio sobrevalorizada, nos cinco primeiros anos do plano, foi uma das armas usadas no Plano Real para estabilização de preços internos. Que ocorreu via competição com os produtos estrangeiros e pela disponibilidade de produtos nacionais não exportados, fatos que favoreceram o déficit contínuo da balança comercial, do segundo trimestre de 1995 até o final de 2001.

Depois deste longo período com resultados negativos, a balança comercial, começou uma seqüência de saldos superavitários, impulsionados pelo aumento das exportações. E esta última, conseqüência da desvalorização do real frente o dólar, que no último trimestre de 2002 esteve em R\$/US\$ 3,67, a maior taxa de câmbio em toda a década analisada. A desvalorização da nossa moeda tornou mais cara as nossas compras de produtos vindos do exterior, fato que pode ter causado a estagnação das importações brasileiras.

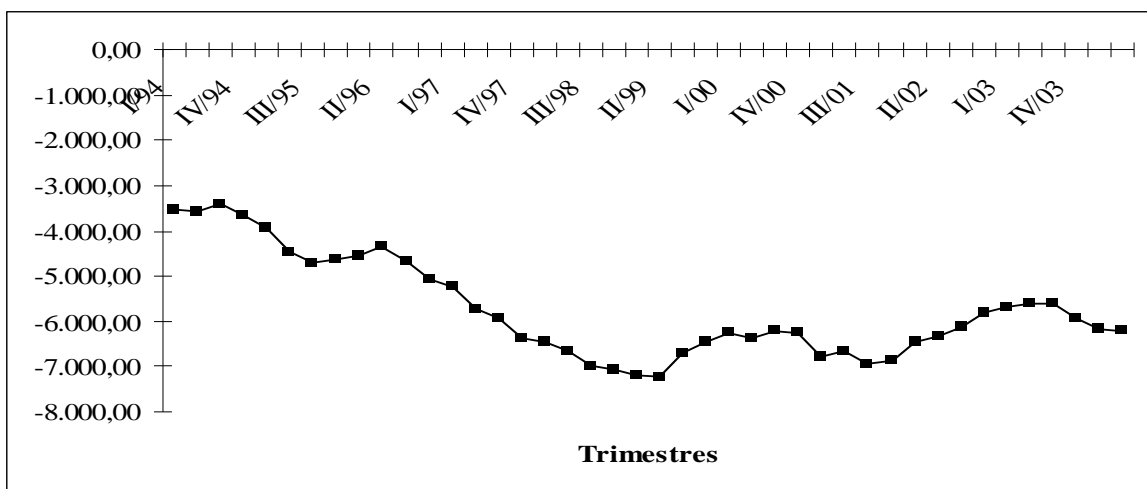


Figura 3: Balança de serviços e rendas (média móvel anual e em US\$ milhões).  
Fonte: Banco Central do Brasil.

Na Figura 3 constam os fluxos da balança de serviços e rendas em trimestres. Nesta balança estão registrados os valores líquidos (compra menos a venda) de: viagens internacionais, transportes, seguros, juros, lucros e dividendos sobre os capitais que utilizamos, diminuídos dos direitos que temos sobre os capitais que emprestamos. Como mostrado nesta figura, os saldos são sempre negativos, ou seja, utilizamos mais serviços do exterior que os não-residentes utilizaram os nossos. Os fluxos de saída apresentaram um

crescimento extraordinário, se pegarmos o início e o final do período analisado, o déficit passou de US\$ 3,55 bilhões para US\$ 6,2 bilhões, crescimento de 74,65%.

Estes resultados podem ser creditados às altas taxas de juros praticadas no Brasil e aos fluxos de capitais que recebemos. No caso da taxa de juros real a Over Selic, por exemplo, em alguns períodos de 1997 e 1998 chegou a 37% a.a, como aparece na figura 4 a taxa efetiva em % a.m.. Esta elevada taxa de juros foi utilizada para atrair capitais de curto prazo, portfólio.

Como sabemos estes juros vão remunerar uma parte dos capitais que recebemos, a outra será remunerada com lucros e dividendos e sobre esta o país não pode ter controle. Porém, quanto mais capital recebermos, maiores serão os compromissos com a remuneração que é lançada na balança de serviços e rendas.

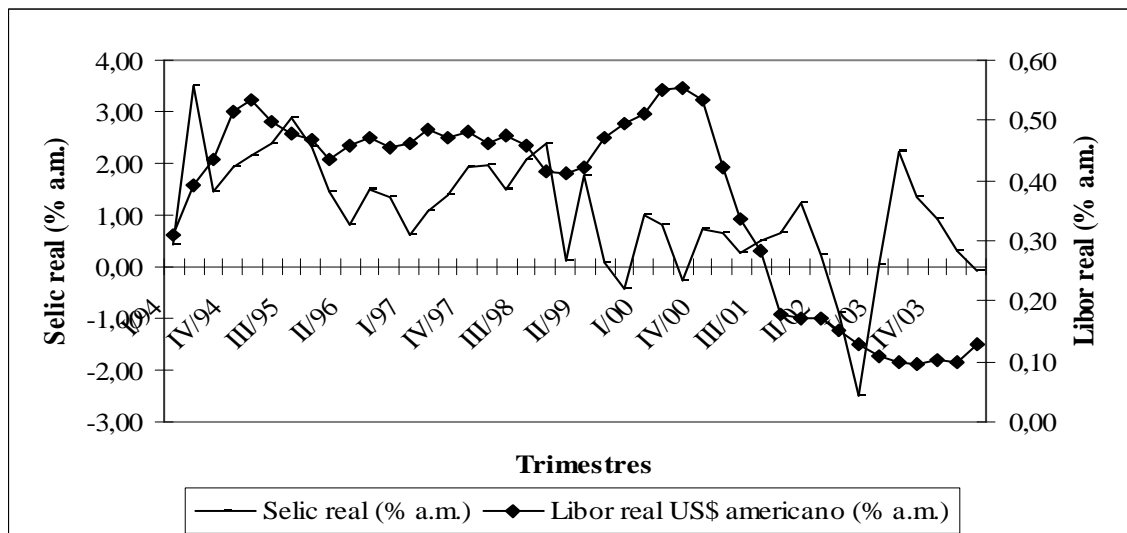


Figura 4: Taxas de juros reais<sup>5</sup> média do trimestre (% a.m.).

Fonte: Banco Central do Brasil.

Para a economia brasileira atrair os capitais suficientes à cobertura do déficit em transações correntes, tem que oferecer um diferencial significativo entre a taxa de juros real interna e a externa, ou seja, o que o mercado exige. Como o país precisa destes investimentos, oferece taxas bem superiores à média internacional, tanto para cobrir os déficits em transações correntes quanto para evitar uma fuga em massa destes capitais em momentos de desconfiança. Tais como os enfrentados nas crises mexicana, asiática, russa, argentina e a euforia causada pelo último período pré-eleitoral para presidente.

<sup>5</sup> Para o cálculo das taxas de juros reais utilizamos o IGP-DI como índice de inflação doméstica e o IPC americano como índice de inflação externa.

#### 4.4 DESEMPENHO DAS BALANÇAS DE TRANSAÇÕES CORRENTES E DE CAPITAIS E FINANCEIRA

Neste item são apresentados e analisados, os resultados obtidos pelo país nos dois grandes grupos do balanço de pagamentos, a balança de transações correntes e a de capitais e financeira. O objetivo principal desta análise é apresentar a relação existente entre elas.

Conforme apresentado no capítulo anterior, todas as transações de bens, serviços e capitais realizadas entre residentes e não-residentes, são lançadas no balanço de pagamentos. Contabilizadas nas subcontas correspondentes à operação entre os agentes, e estas agrupadas nas duas contas em que se divide o balanço: a balança de transações correntes e balança de capitais e financeira.

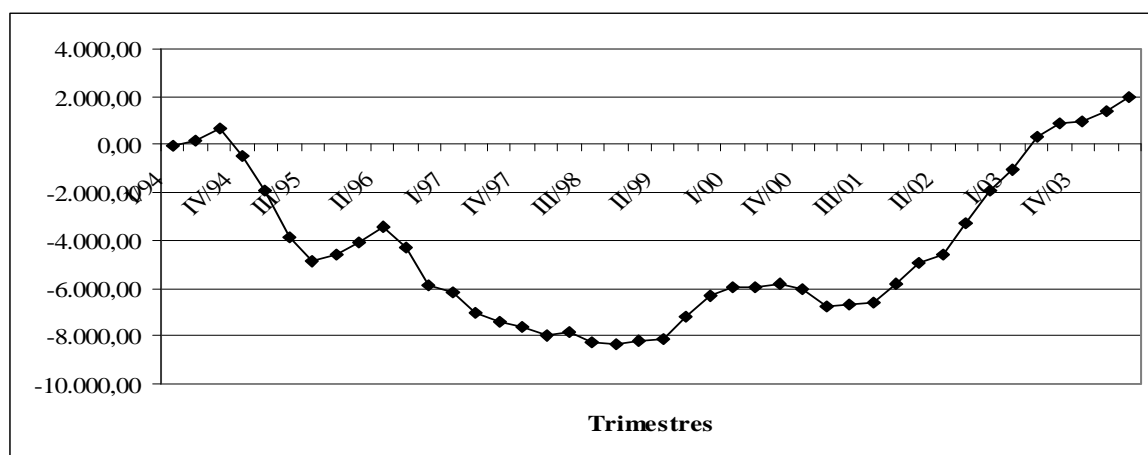


Figura 5: Balança de transações correntes (média móvel anual e em US\$ milhões).  
Fonte: Banco Central do Brasil.

O saldo da balança de transações correntes esteve negativo em quase todo o período analisado, especificamente do último trimestre de 1994 até o segundo trimestre de 2003. Das componentes desta balança, as transferências unilaterais apresentaram saldos positivos em toda a década, embora seus valores sejam pequenos se comparados às outras duas integrantes das transações correntes. A balança de serviços e rendas, Figura 3, apresentou resultados cada vez mais negativos e a balança comercial, Figura 2, foi deficitária do segundo trimestre de 95 ao terceiro trimestre de 2001.

Mesmo quando a balança comercial começou a apresentar superávit (quarto trimestre de 2001) não foi suficiente para reverter o déficit nas transações correntes, por conta dos resultados desfavoráveis na balança de serviços e rendas. Foi somente no segundo trimestre

de 2003, que os saldos ficaram positivos, como causa dos ótimos resultados auferidos na balança comercial.

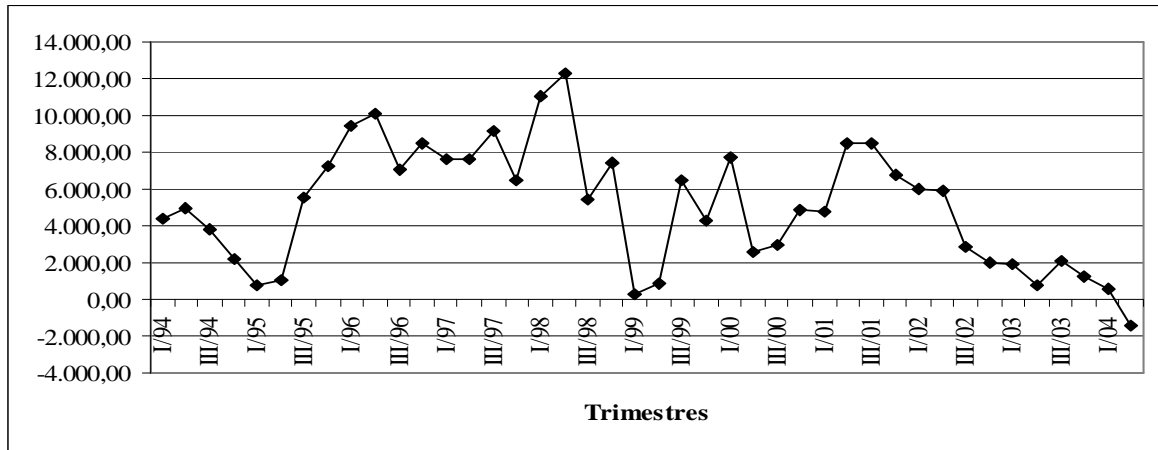


Figura 6: Conta capital e financeira (média móvel anual e em US\$ milhões).  
Fonte: Banco Central do Brasil.

A conta capital e financeira, Figura 6, deve apresentar movimentos inversamente proporcionais ao das transações correntes, Figura 5. Isto ocorre, porque como vimos anteriormente, os déficits em transações correntes são financiados com a conta capital e financeira ou na falta deles com as reservas internacionais. Os seus movimentos devem ser inversos, ao longo do tempo, porque não faz sentido o país acumular reservas indefinidamente, mantendo-as disponíveis pelo custo de oportunidade. Assim como não pode gastá-las infinitamente, posto que acabam.

De um modo geral, há entrada de capitais suficientes para cobrir os déficits nas transações correntes. Exceto em períodos de crises quando os capitais saem, ou diminuem os valores que entram e o país tem de usar suas reservas internacionais. O efeito das crises externas será apresentado na análise da Figura 7, onde consta a conta capital e financeira no tempo.

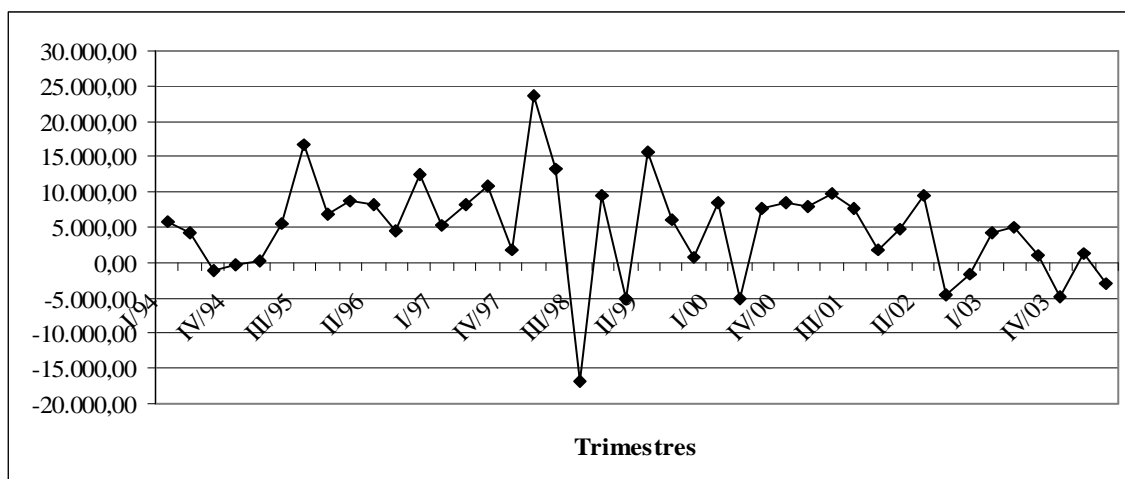


Figura 7: Conta capital e financeira (no tempo e em US\$ milhões)  
 Fonte: Banco Central do Brasil.

Na Figura 7, temos os movimentos líquidos de capitais destinados ao Brasil, no tempo, apresentando desta forma, fica mais nítida a relação entre as quedas bruscas destes fluxos e as crises mundiais que nos atingiram. A crise mexicana no fim de 1994 nos contagia, “efeito tequila”, e faz com que aproximadamente US\$ 1,20 bilhões de capitais saíssem do país. Na próxima crise que afetou os países emergentes, a asiática, em julho de 1997, há uma forte queda dos investimentos, chegando bem próximo de zero os valores que recebemos.

Mas, o pior período desta série acontece na moratória russa, em agosto de 1998, quando os níveis de desconfiança dos investidores à respeito das economias emergentes chegam a extremos. O saldo da nossa conta capital e financeira apresentou saída de US\$ 16,7 bilhões em capitais e a saída destes capitais despertou em alguns investidores e agências que classificam o risco dos países, a idéia que o país não era seguro para seus investimentos e provocou mais retirada de recursos. Esta situação provocou uma forte queda das reservas internacionais e uma crise cambial, com forte depreciação do real em janeiro de 1999 (no final de 1998 a taxa de câmbio estava em R\$/US\$ 1,19 passando no próximo trimestre para R\$/US\$ 1,77) resultando na saída de US\$ 5,16 bilhões em capitais no primeiro trimestre de 1999. O governo mexeu na política cambial, aumentando os limites de flutuação do dólar, e para mantê-lo dentro desta flutuação estabelecida teve que ofertar dólares, por várias vezes.

Em 2001 a crise energética brasileira exigiu do governo medidas de racionamento no uso da energia e até cortes no fornecimento. Esta situação calamitosa foi atribuída à falta de investimento no setor produtivo de energia e deixou o país com a certeza que seu crescimento estaria prejudicado pela oferta de energia elétrica. A preocupação quanto à oferta de energia

elétrica apresentar gargalos ficou evidente com o temor dos investidores em relação ao futuro da economia e para o país um forte entrave ao crescimento econômico estável.

Ainda em 2001, no terceiro trimestre, o atentado às Torres Gêmeas alimentou os efeitos da recessão norte-americana, iniciada no início daquele ano e seus efeitos foram propagados em vários países. No Brasil o saldo da balança de capitais apresentou nova queda, fechando em pouco mais de US\$ 1,70 bilhões.

No segundo semestre de 2002 outra turbulência internacional nos atinge. Vinda segundo Gradilone (2004) do mercado financeiro americano que enfrentava os escândalos contábeis de empresas como a Enron. Denúncias de manipulação de valores nos balanços fizeram os investidores desconfiarem da situação real das empresas. A consequência foi a diminuição da oferta de crédito pelos bancos daquele país, atingindo os países emergentes. No Brasil essa queda na disponibilidade de recursos apresentou maior repercussão com a eleição presidencial. Os investidores reagiam com bastante desconfiança diante da possibilidade de eleição de um candidato de oposição e a incerteza dos rumos dados à política econômica. O resultado de pesquisas indicando o então candidato Luiz Inácio Lula da Silva como favorito, eram capazes de causar pânico no mercado. Declarações duvidosas eram suficientes para alarmar o mercado, causar fuga de capitais, apreciação do dólar e queda na Bovespa. Mesmo Lula se comprometendo em manter a política econômica adotada por FHC não foi suficiente para acalmar o mercado e houve saída de US\$ 4,9 bilhões e US\$ 1,6 bilhões, nos últimos dois trimestres de 2002.

Pudemos constatar por intermédio deste capítulo que o Plano Real constituiu-se numa adequação do país à globalização e foi extremamente eficaz no controle inflacionário. Mas, outros objetivos traçados pelos seus formuladores não foram atingidos, tais como, o crescimento econômico prolongado e a obtenção de superávits em transações correntes. A abertura econômica não deu suporte a modernização e ampliação do parque fabril que resultasse em crescimento econômico prolongado, aumento das exportações e diminuição das importações. Para estes idealizadores do plano, logo haveria crescimento econômico capaz de gerar saldos positivos em transações correntes e assim nos deixando menos dependentes da entrada de capitais. Como vimos, os superávits em transações correntes aconteceram oito anos depois do início do plano e o parque fabril não se ampliou para garantir crescimento econômico, tampouco duradouro.



## **CAPÍTULO V**

### **5 ANÁLISE DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA EXTERNA BRASILEIRA, ATRAVÉS DOS INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO.**

Como vimos no decorrer do trabalho, a economia brasileira sofre com as mudanças na conjuntura internacional. Neste capítulo podemos visualizar esta exposição às alterações no cenário externo, através dos indicadores de endividamento externo. Estamos tomando como base os índices calculados pelo Banco Central do Brasil, que relacionam as nossas obrigações com o resto do mundo e as disponibilidades para quitar estes compromissos. Esta análise é desenvolvida tendo como pressuposto que as variáveis usadas na construção do coeficiente se relacionam de forma exclusiva. Ou seja, determinado recurso é utilizado somente para quitar aquela variável do endividamento externo.

No primeiro item são apresentados os indicadores em percentuais como, por exemplo, a dívida externa bruta total dividida pelo PIB, que nos mostra quantos por cento do PIB estão comprometidos com a dívida externa bruta total.

No item 5.2 constam quantos anos de produção de um recurso são necessários para quitar um passivo internacional como, por exemplo, os anos de exportação necessários para quitar a dívida externa bruta total. Do mesmo modo, a quantidade de tempo que determinado recurso interno é suficiente para quitar algumas obrigações contraídas com o exterior, como o uso das reservas internacionais para pagar os juros.

No cálculo dos indicadores que envolvem as variáveis dívida externa e reservas internacionais elas estão expressas com o resultado final do período apresentado. Os juros e serviços da dívida externa, exportação e PIB, por sua vez, foram acumulados no ano para podermos relaciona-los à dívida externa e às reservas internacionais. No caso da relação entre juros da dívida externa e exportações ou PIB, por exemplo, foi realizado média móvel anual de todos.

Lembrando que sempre os indicadores de vulnerabilidade financeira externa forem superiores a zero, o país apresenta alguma propensão a ser afetado pelas oscilações econômicas vindas do resto do mundo e quanto maiores forem estes indicadores, mais forte tende a ser a repercussão interna dos acontecimentos externos.

## 5.1 OS INDICADORES DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA EXTERNA BRASILEIRA EM PERCENTUAIS

As variáveis que utilizamos para o cálculo dos índices de vulnerabilidade externa são as nossas obrigações externas (dívida, juros e serviços) divididas pela capacidade do país em gerar recursos para quitar estas obrigações (PIB, exportações e reservas internacionais). Nesta primeira parte os coeficientes resultantes desta divisão são apresentados em percentuais, e indicam quantos por cento dos nossos recursos estão comprometidos com os nossos compromissos externos.

### 5.1.1 A relação entre a dívida externa bruta total e o PIB

O indicador resultante da dívida externa bruta total dividido pelo PIB é um dos mais importantes na mensuração da vulnerabilidade financeira externa da economia. Ele demonstra o percentual que o país deve ao exterior, englobado o setor público e privado (empréstimos intercompanhia), em relação às riquezas produzidas internamente (PIB). Quando o país apresenta coeficiente maior que zero, já existe algum grau de vulnerabilidade e este fator pode crescer muito até chegar num ponto em que a produção no país não cubra os valores devidos ao exterior.

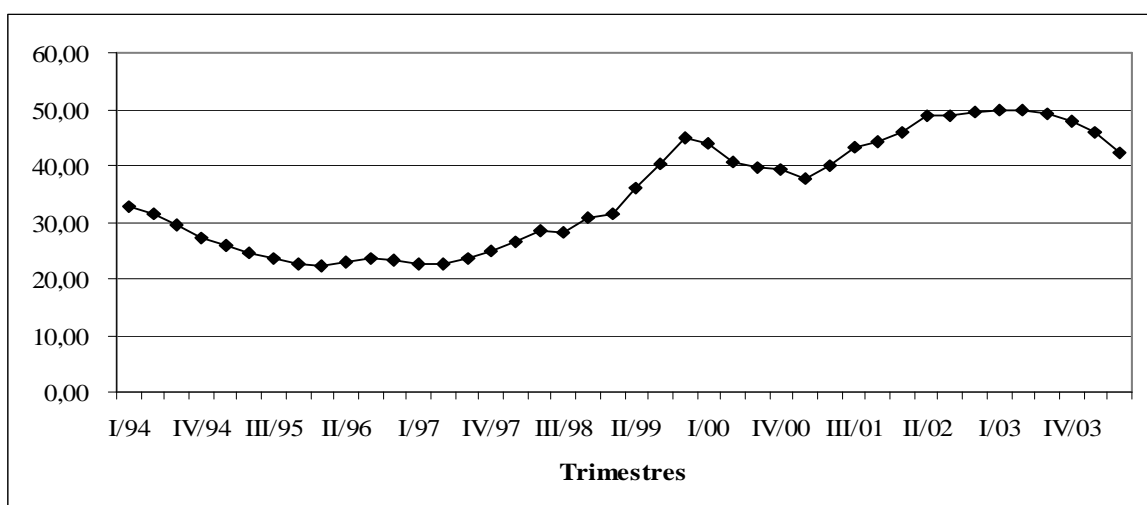


Figura 8: Dívida externa bruta total/PIB (%).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

Ao longo da década em que calculamos o indicador, ele apresenta forte tendência de alta. A série inicia-se com a dívida externa bruta total representando 32,63% das riquezas produzidas no Brasil e fecha em 42,42%. A série apresenta dois picos, no último trimestre de 1999 45%, e no fim de 2002 e por quase todo o ano de 2003 o indicador fica em torno de 49%.

Durante todo o período analisado o PIB apresentou crescimento nos seus valores expressos em moeda doméstica. Mas, como estamos utilizando os valores do PIB em dólares, para o cálculo deste coeficiente, a forte desvalorização cambial ocorrida pressiona de forma negativa os resultados. No primeiro pico observado a taxa cambial sofre a desvalorização cambial de 1999, como efeito da crise russa, e passa de R\$/US\$ 1,20 no último trimestre de 1998 para R\$/US\$ 1,77 no primeiro trimestre de 1999. No segundo pico, passa de R\$/US\$ 2,50 no segundo trimestre de 2002 para R\$/US\$ 3,13 no período seguinte, como efeito da desconfiança dos investidores em relação as eleições presidenciais.

Além das valorizações do dólar frente ao real, contribuíram para a elevação do coeficiente os aumentos das nossas obrigações com o exterior. A dívida externa eleva-se desde o início da série até o quarto trimestre de 1998, quando então se estabiliza até o término da nossa análise.

A dívida externa bruta total cresceu US\$ 75,3 bilhões (50,88%) nos dez anos que estamos analisando. Em 1994 ela estava em US\$ 148 bilhões e avançou por quase todos os próximos trimestres, fechando a série em US\$ 223,3 bilhões.

Somente em valores emprestados pelo FMI foram durante o ano de 1998 US\$ 4,8 bilhões, no ano seguinte US\$ 6 bilhões. Em 2001 6,8 bilhões, no próximo período contratamos 16 bilhões e em 2003 17,6 bilhões. Esta entrada contínua e alta de capitais aumentou a dívida externa e conseqüentemente nossas obrigações futuras com pagamento de juros e amortizações. Os empréstimos pegos em 1998 e 1999 foram usados em grande parte para ofertar dólares no mercado e tentar conter a escalada da depreciação cambial para amenizar os efeitos da crise russa.

### **5.1.2 A relação entre a dívida externa líquida total e o PIB**

O conceito de dívida externa líquida definido pelo Banco Central do Brasil é o da dívida externa bruta total subtraídos os haveres brasileiros no exterior e os ativos de reservas.

O problema em usar somente este indicador para medir a vulnerabilidade externa é que corremos o risco de não receber estes créditos dos outros países.

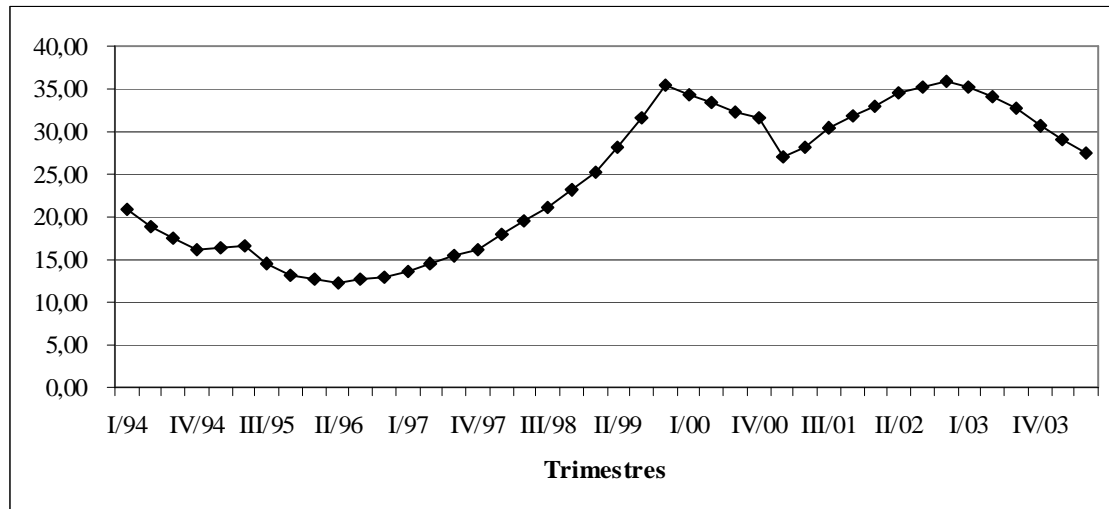


Figura 9: Dívida externa líquida total/PIB (%).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

A dívida externa líquida representa um percentual bem menor do PIB, se comparada à dívida externa bruta, por excluir os direitos que o país tem a receber do exterior. A série inicia-se com a dívida externa líquida total representando 20,80% do PIB e finalizando em 27,53%, crescimento de 32,36%. Todavia as oscilações são bastante parecidas, com a série anterior, os picos são os mesmos nos finais de 1999 e 2002.

### 5.1.3 A relação entre a dívida externa total do setor público e o PIB

Como todos sabemos o governo não produz recursos para quitar suas dívidas. Sua fonte de receitas é a arrecadação dos impostos devidos pela população e pelas empresas. E é através do que é produzido no país que incidirão estes impostos, por isto o PIB é um importante termômetro das receitas do governo. Portanto, quanto maior for o valor produzido no país, mais impostos serão arrecadados e menor será a relação dívida externa do setor público e o PIB.

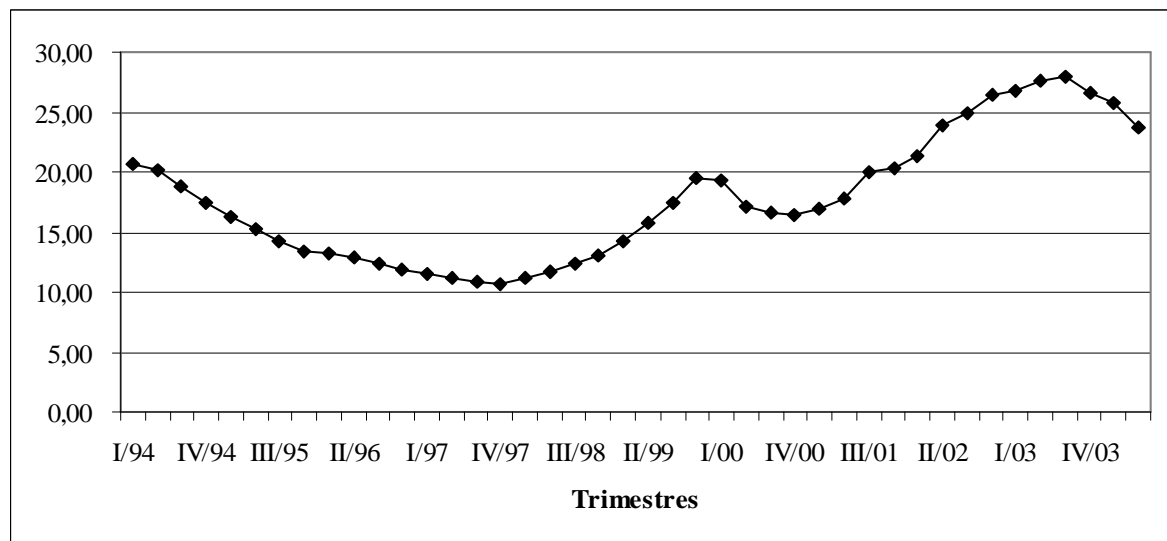


Figura 10: Dívida externa total do setor público/PIB (%).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

A relação entre as duas variáveis inicia com queda acentuada nos três primeiros anos, dez pontos percentuais no total. Depois uma trajetória de elevação e termina o ano de 1999 com o mesmo coeficiente do início. Em seguida há uma pequena queda e a retomada do crescimento até o pico no final de 2003, 27,96%, e fecha o período analisado em queda 23,75%.

Os pontos de elevação do coeficiente se devem, como nas outras séries apresentadas anteriormente, à apreciação do dólar frente ao real que reduziu o valor do PIB por ele estar expresso na primeira moeda. Contribuíram para o aumento da dívida externa pública os contínuos déficits públicos nominais e as altas taxas de juros, estas últimas principalmente no período 1994-1998. Os juros eram usados visando a atração de capitais para a defesa do regime de câmbio administrado frente aos choques externos e para controle da demanda interna.

Houve um aumento considerável da dívida pública nesta década. No início de 1994 estava em US\$ 93,9 bilhões e finalizou em US\$ 125 bilhões, crescimento de 33,12%, já o PIB em valores acumulados cresceu apenas 16,07%, como podemos constatar pela piora do índice.

Este indicador é de suma importância para analisar a capacidade do país estar gerando riquezas internas, PIB, para o governo arrecadar impostos e assim ter recursos para quitar os compromissos com a dívida. Portanto, se o PIB crescer mais que a dívida externa do setor público a vulnerabilidade neste quesito estará menor.

### 5.1.4 A relação entre a dívida externa total do setor público e a dívida externa bruta total

Esta relação indica quanto a dívida externa do setor público representa da dívida externa bruta total do país.

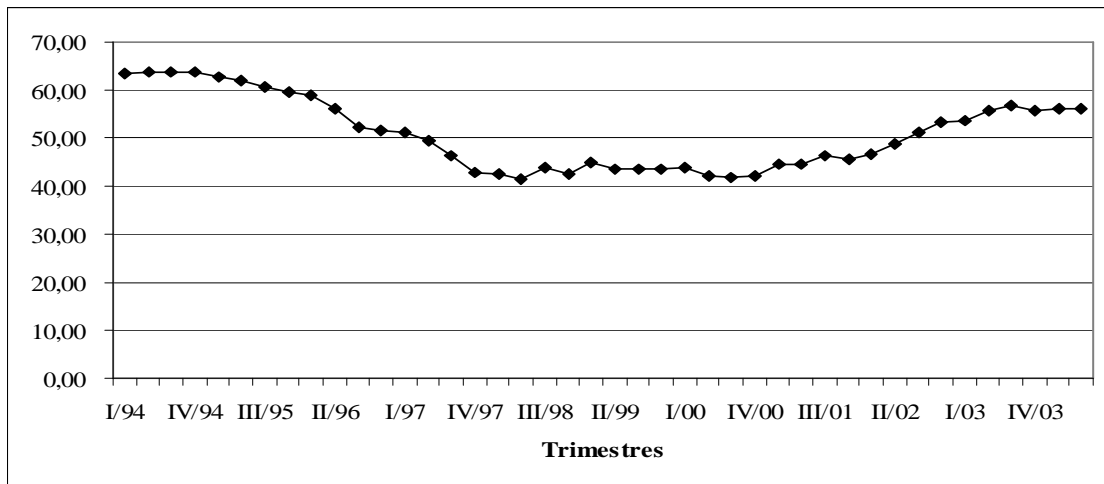


Figura 11: Dívida externa total do setor público/Dívida externa bruta total (%).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

No início do período analisado o setor público detém 63,43% da dívida externa total, ocorrendo em seguida uma queda constante até o final de 1997 e estabilizando em 42,84% até o final de 2000. Esta queda pode ser decorrente do aumento do risco país durante as crises, que provocou a diminuição dos investimentos destinados ao Brasil. Enquanto que os empréstimos das empresas não diminuíram tanto assim como, por exemplo, os empréstimos da matriz estrangeira à filial no Brasil.

Após esta fase de estabilidade houve aumento constante da participação da dívida externa do setor público na dívida externa total até o fim da série 56%, queda de 11,71% se comparado ao início. Nesta década a dívida externa do setor público cresceu de US\$ 93,9 bilhões para US\$ 125 bilhões ou 33,12%, enquanto a dívida externa bruta total apresentou crescimento de 50,88%, conforme vimos no item 5.1.1.

Segundo Camargo (2000) na segunda metade da década de 70 e início da de 80 o governo brasileiro absorveu dívidas do setor privado, com o objetivo de preservar-lo dos riscos e dos custos decorrentes do aumento das taxas de juros internacionais. Porém, com o setor público assumindo dívidas externas do setor privado conseqüentemente é ele quem tem

que honrar os compromissos desta dívida, tanto de amortizações e de juros, que são pagos em moeda estrangeira.

Entretanto, como a maior parte do superávit externo do país é obtido pela iniciativa privada, através de exportações de bens e serviços que geram dólares e o Estado tem que os compromissos da dívida em dólares é preciso um mecanismo interno que consiga transferir os recursos gerados pelo setor privado para o setor público. Como apresenta Camargo (2000) o mecanismo utilizado pelos diferentes governos é o de emissão de títulos da dívida pública interna de curto prazo, que chegaram a pagar juros reais de aproximadamente 32% ao ano no final de 1998. Ou seja, para viabilizar o pagamento dos serviços e juros da dívida externa, o governo brasileiro acaba comprometendo uma parcela substancial do seu orçamento doméstico.

### 5.1.5 A relação entre os juros da dívida externa e as exportações

Esta relação indica quanto representam os valores devidos ao exterior a título de remuneração do capital em relação a quantidade de recursos que o país está captando com a venda ao exterior em bens e serviços.

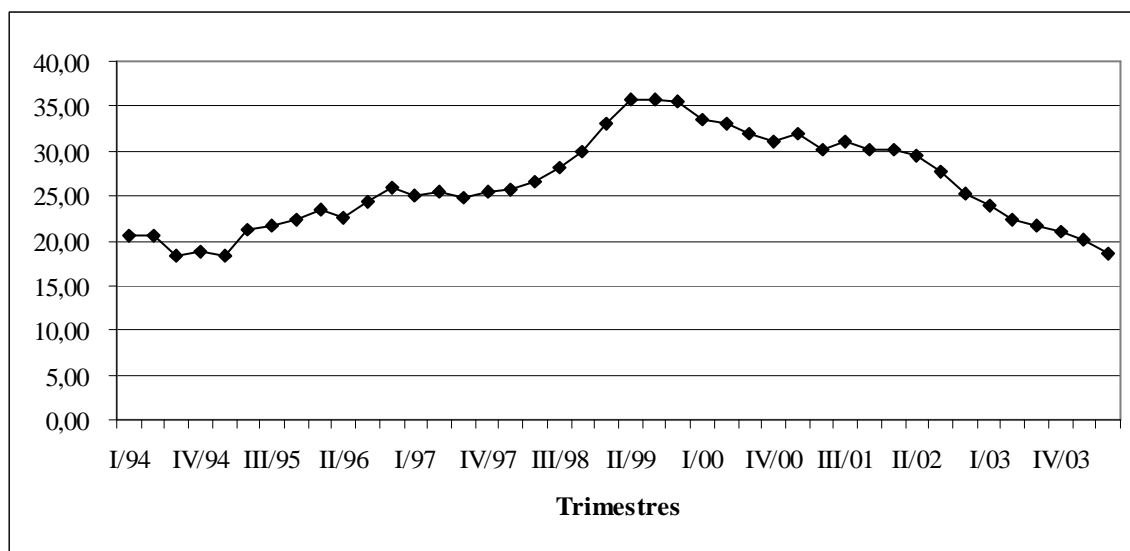


Figura 12: Juros da dívida externa/Exportações (%).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

A taxa de juros Libor dólar americano, esteve bastante elevada até o terceiro trimestre de 2001, como apresentado na Figura 4. No início da série ela estava em 3,78% a.a. ou 0,31%

a.m., e cresceu em um ano 2,83 pontos percentuais, atingindo um dos maiores picos da década 6,60% a.a. no início de 1995. Há uma queda logo em seguida, mas ficando em níveis elevados média de 5,65% a.a. até o terceiro trimestre de 1999, quando ocorre nova elevação e ela fica em torno de 6,53% a.a. até o ano seguinte. Deste período até o final da série ela apresenta trajetória descendente constante, em 2001 chegou a cair cerca de 4,4 pontos percentuais. Fechou o último trimestre da série em 1,53% a.a..

A performance do indicador da Figura 12 inicia a década analisada em queda no primeiro ano. Os juros da dívida externa iniciaram representando 20,47% das exportações e terminam o primeiro ano em torno de 18,5%. Depois deste período inicia-se uma trajetória ascendente, que ganha impulso na crise asiática e chega ao ponto máximo na crise de 1999 quando fica em torno de 35,6%.

Este desempenho é causa do aumento no pagamento dos juros, através de taxas mais elevadas e da remuneração de um volume maior de capitais, que entram no país muitas vezes em montante superior ao necessário para cobrir os déficits em transações correntes. Para Baumann (1999) o crescimento na entrada destes capitais pode ser creditado à maior liquidez internacional, diferencial de taxas de retorno em relação a outros países e maior confiança dos investidores nos países da região graças à obtenção de êxito e no comprometimento da estabilização macroeconômica.

O resultado, até este ponto, ilustra de forma nítida a vulnerabilidade externa brasileira com as crises, houve elevação dos pagamentos de juros e as exportações não cresceram na mesma magnitude para acompanhá-los. Ou seja, o país não conseguiu aumentar a captação de dólares, através das exportações para cobrir o aumento dos juros.

Depois desta fase os juros se estabilizam relativamente e as exportações começam a crescer muito, influenciadas pela desvalorização cambial, e o indicador apresenta trajetória descendente até o final da série, quando fica em 18,62% voltando a um patamar igual ao início da série.

#### **5.1.6 A relação entre os juros da dívida externa e o PIB**

Este coeficiente mostra quanto a remuneração dos recursos externos representam das riquezas produzidas internamente, se o país está gerando riquezas suficientes para quitar este compromisso.



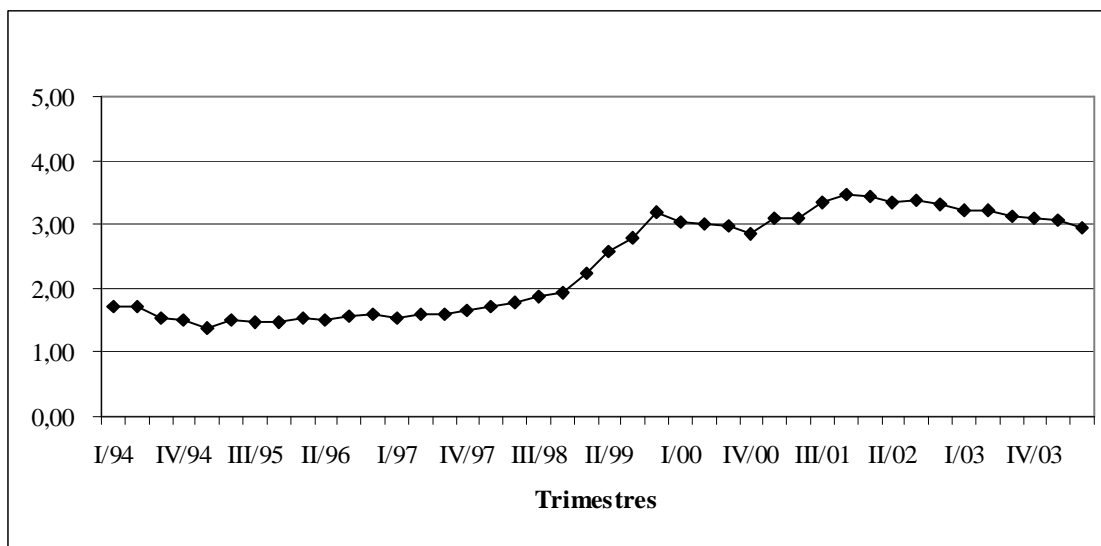


Figura 13: Juros da dívida externa/PIB (%).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

Houve estabilidade nos três primeiros anos apresentados, mas no início de 1998 apresentou trajetória de elevação, ainda que pequena se comparada aos picos do final de 1999, 2001 e 2002. A estabilidade no início do período, quando o indicador ficou em torno de 1,60%, é em virtude do contínuo crescimento do PIB que foi suficiente para anular a elevação dos juros devidos, mesmo na crise asiática.

Como efeito da moratória russa, houve a mudança no sistema cambial em janeiro de 1999 e as desvalorizações seguintes do real, o valor do PIB em dólares caiu e os juros aumentaram, fazendo o indicador subir muito no fim de 1999 3,19%. Depois aconteceu uma pequena queda e voltou a elevar-se devido a nova desvalorização cambial ocorrida no fim de 2001, apresentando no último trimestre deste ano 3,46%. Houve pequenas quedas nos trimestres seguintes e fechou o último período em 2,95%, bem acima do resultado no início da série, por conta do valor do PIB em dólares cair com a desvalorização cambial.

### 5.1.7 A relação entre o serviço da dívida externa e as exportações

Este indicador mostra quanto os valores dos juros e amortizações da dívida externa representam das exportações. Se o resultado é elevado, como no caso brasileiro, as exportações estão sendo absorvidas pelo serviço da dívida.

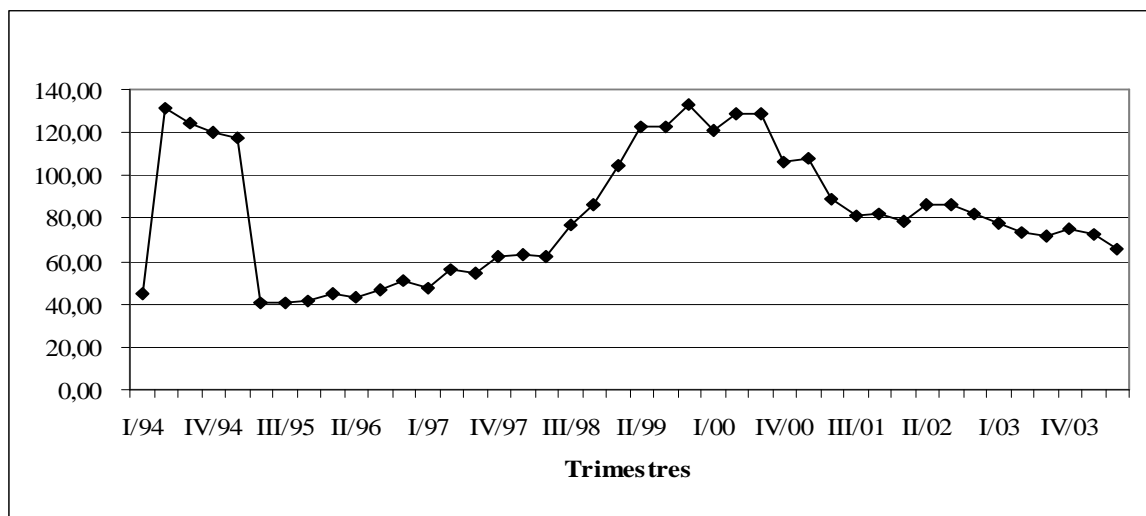


Figura 14: Serviço da dívida externa/Exportações (%).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

Este indicador mostra claramente o alto nível de vulnerabilidade externa brasileira às crises. A relação entre as duas variáveis começa com o serviço da dívida representando 40% das exportações, depois chega em níveis alarmantes 131,57% no segundo trimestre de 1994, em razão das elevadas amortizações nesta fase em que a dívida externa foi renegociada.

Após esta forte relação o indicador diminui e relativamente se estabiliza em aproximadamente 43% até a crise de 1997. Neste período os juros e amortizações não apresentaram maiores elevações que não fossem compensadas pelas exportações. Porém, da crise asiática até a crise russa houve elevação do indicador atingindo 132,97%, por conta das taxas de juros que o país teve de elevar e dos pagamentos de amortizações feitos visando evitar a saída dos capitais. O crescimento do coeficiente é bastante expressivo da vulnerabilidade financeira externa elevação de 195,75%, se considerarmos o início da série e o maior pico na crise de 1999.

Depois destes abalos vindos do exterior houve um recuo do indicador, com uma pequena elevação nas eleições presidenciais, mas com tendência de queda até o fim da série, fechando em 65,96%, aumento de 46,71% em relação ao início. O crescimento desta relação

deu-se pelo maior pagamento do serviço da dívida, por conta de um capital maior a ser amortizado e remunerado com taxas de juros elevadas. Mesmo com o desempenho recorde das exportações nos últimos anos não foram suficientes para neutralizar o crescimento do serviço da dívida.

### 5.1.8. A relação entre o serviço da dívida externa e o PIB

Quanto a economia despende com os juros e amortizações da dívida em relação às riquezas produzidas no país, é visualizado neste indicador.

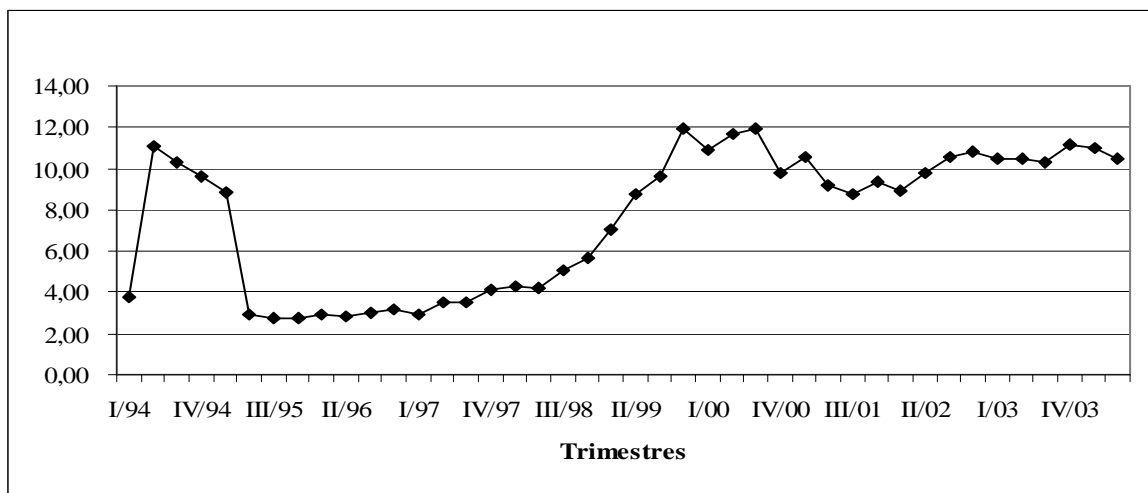


Figura 15: Serviço da dívida externa/PIB (%).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

Os movimentos do indicador da Figura 15 são bastante parecidos com os que constam na Figura 14, pois o PIB assim como as exportações cresceram, mas não em proporções capazes de anular os efeitos do aumento do serviço da dívida. A série registra no começo, brusca alta por conta das amortizações e depois queda em níveis mais baixos que o do primeiro trimestre de 1994. Os movimentos estáveis e baixos do indicador duram até o início das crises internacionais, como no coeficiente anterior. Porém, neste indicador a alta é mais visível por conta do PIB em dólares apresentar queda pela desvalorização do real, a partir de 1999.

Antes das crises o serviço da dívida externo representou em média 2,50% do PIB, no auge da crise russa atingiu 11,90%, uma variação de 376%. O aumento do serviço da dívida e a valorização do dólar podem ser apontados como uma das causas para o indicador não voltar

aos valores do início da série, pois o valor do PIB em dólares diminuiu como o que usamos para construção desta relação.

### 5.1.9 A relação entre as reservas internacionais conceito de liquidez internacional e a dívida externa bruta total

O resultado da relação entre as reservas internacionais conceito de liquidez internacional e a dívida externa bruta nos diz o quanto o país dispõe das primeiras para pagar as segundas. Quando os coeficientes desta relação diminuem o país apresenta maior vulnerabilidade externa, visto que as obrigações estarão crescendo mais que as reservas.

Os investidores e analistas de mercado mantêm os olhos bem atentos às reservas internacionais que o país possui, pois elas são as moedas conversíveis para quando eles quiserem tirar seus recursos do país. Por serem finitas os investidores e analistas começam a ficar apreensivos quando o seu valor diminui e a esta probabilidade da economia não ter moeda aceita no resto do mundo dá-se o nome de risco de inconversibilidade, que está intrínseco no risco país.

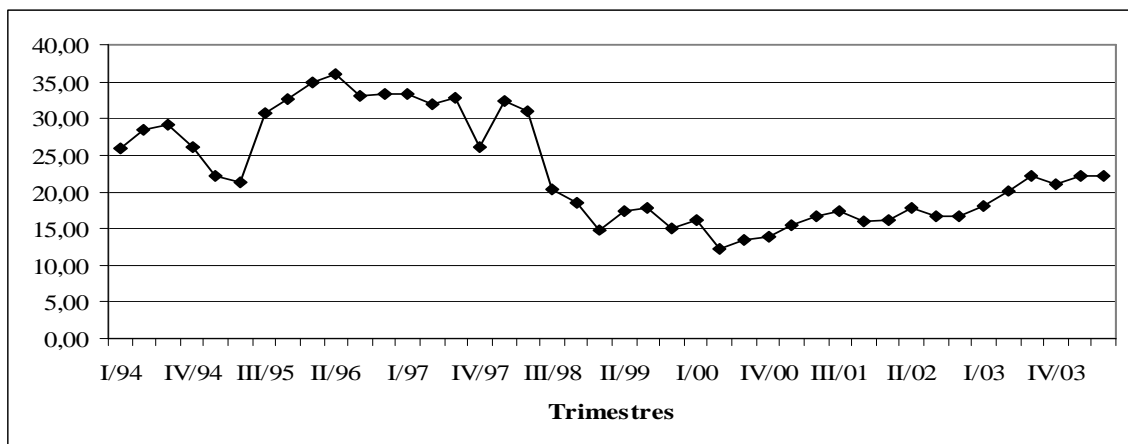


Figura 16: Reservas internacionais conceito de liquidez internacional/Dívida externa bruta total (%).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

A evolução da proporção das reservas internacionais em relação à dívida externa bruta total mostra claramente os efeitos das crises. Começa com 25,86% da nossa dívida coberta pelas reservas, na crise cambial mexicana houve queda de aproximadamente US\$ 5 bilhões nas reservas e aumento de US\$ 4,4 bilhões na dívida externa, piorando o indicador 21,33%.

Passada a crise o país acumula mais reservas e a dívida se estabiliza contribuindo para o coeficiente chegar ao maior pico da série, no segundo trimestre de 1996 35,98%.

Na crise asiática houve nova queda nas reservas, agora de US\$ 9 bilhões e aumento na dívida externa de US\$ 11,5 bilhões, no quarto trimestre em relação ao terceiro de 1997, deixando somente 26,09% da nossa dívida externa coberta pelas reservas internacionais. Com a crise russa no ano seguinte elas diminuem US\$ 25 bilhões assim como a dívida externa US\$ 2,9 bilhões, o indicador fica em 20,34%. No segundo semestre de 1998 as reservas foram largamente utilizadas pelo governo, na tentativa de controlar a taxa de câmbio, que em janeiro de 1999 tornou-se inevitável a sua desvalorização. A partir de 2000 o indicador volta a subir, influenciado pelas reservas que aumentaram mais que a dívida externa, a série termina em 22,30%. Piora também nesse indicador diminui 13,77% a cobertura das reservas internacionais para a dívida externa.

A grande entrada de capitais que o Brasil conseguiu atrair, desde o início da década de noventa, foi responsável pelos saldos positivos do balanço de pagamentos, portanto, no crescimento das reservas internacionais, mas não na mesma magnitude que a dívida externa. Enquanto esta última cresceu US\$ 75,3 bilhões as reservas foram acrescidas em apenas US\$ 11,5 bilhões.

#### 5.1.10 A relação entre as reservas internacionais líquidas e ajustadas e a dívida externa bruta total

A diferença entre este indicador e o anterior é que neste as reservas internacionais estão líquidas. Ou seja, das reservas internacionais conceito de liquidez internacional o BACEN retira o valor dos empréstimos com o FMI e outras obrigações como definido no item 3.4.

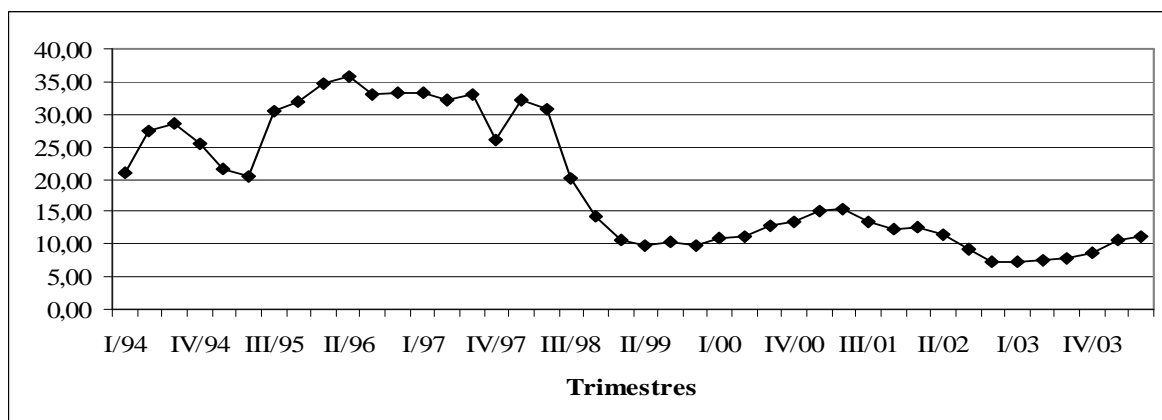


Figura 17: Reservas internacionais líquidas e ajustadas/Dívida externa bruta total (%).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

Se compararmos este coeficiente com o anterior os movimentos são muito semelhantes até o final de 1998 e neste usando as reserva líquidas e ajustadas também são visíveis as crises externas. No começo a relação estava em 20,89%, passando por quedas com as crises e recuperações logo após. Fechou a série com pequena tendência de alta, mas bem abaixo do início, terminou com 11,23% das dívidas cobertas por este conceito de reserva internacional, queda no indicador de 46,24%.

Se comparado ao coeficiente anterior a situação ficou pior neste indicador, pois com a entrada dos seguidos empréstimos do FMI a partir do fim de 1998 há uma piora no coeficiente até o término do período analisado. Esta relação finaliza com este conceito de reservas sendo suficiente para pagar apenas 10% da dívida externa bruta total.

## 5.2 OS INDICADORES DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA EXTERNA BRASILEIRA NO TEMPO

Os outros indicadores determinantes do grau de vulnerabilidade financeira externa empregados neste trabalho medem a quantidade de tempo, em anos, que o país precisa produzir ou que possui de determinado recurso para quitar itens relacionados ao endividamento externo. São eles:

### 5.2.1 Dívida externa bruta total e exportações

Nesta relação podemos obter o número de anos necessários para pagar a dívida externa bruta total utilizando os valores recebidos com as exportações daquele período.

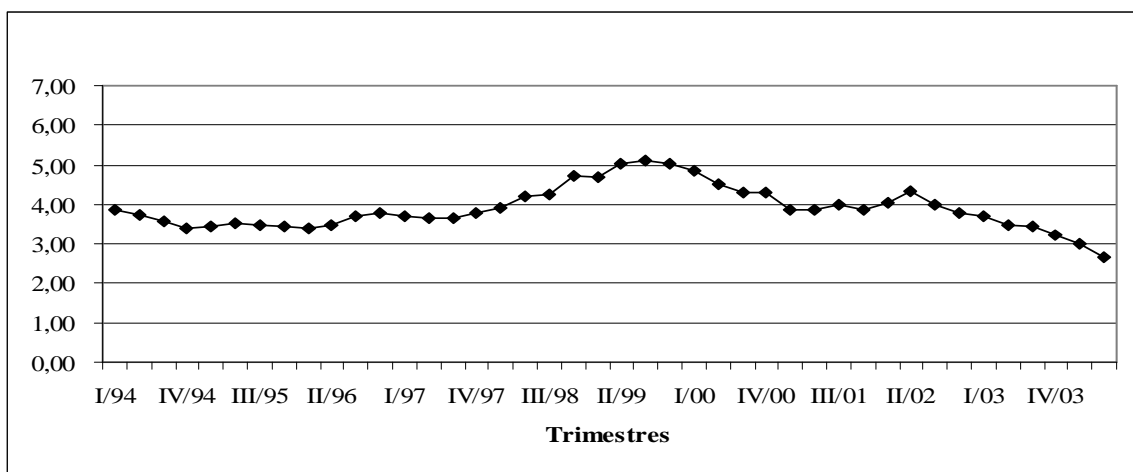


Figura 18: Dívida externa bruta total/Exportações (anos).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

Há uma certa estabilidade do indicador nos três primeiros anos, quando eram precisos aproximadamente três anos e meio das exportações para quitar a dívida externa total do país. No início de 1998, a dívida externa começa a crescer muito e as exportações não aumentaram na mesma magnitude, resultando em piora do indicador que no final de 1999 estava em cinco anos. Depois desta alta, o indicador reverteu a posição seguindo em queda constante, a dívida externa relativamente se estabilizou e as exportações aumentaram, estas últimas influenciadas pela desvalorização cambial iniciada em 1999.

Houve uma melhora nesta relação até o fim da série, com a dívida externa parando de crescer e as exportações aumentando intensamente, fazendo o indicador cair de forma constante - com exceção do segundo trimestre de 2002 quando as exportações diminuíram e a dívida externa aumentou. O resultado dessa queda, nos últimos quatro anos foi a melhora na situação do Brasil, neste indicador, diminuiu um ano de exportações para quitar a dívida externa bruta, se comparado ao início do período observado, aja visto que no último trimestre analisado eram necessários 2,68 anos.

### 5.2.2 Dívida externa líquida total e exportações

Este coeficiente mostra quanto tempo de exportações são necessários para quitar as dívidas com o exterior subtraídas as reservas e os direitos que o país possui com o resto do mundo.

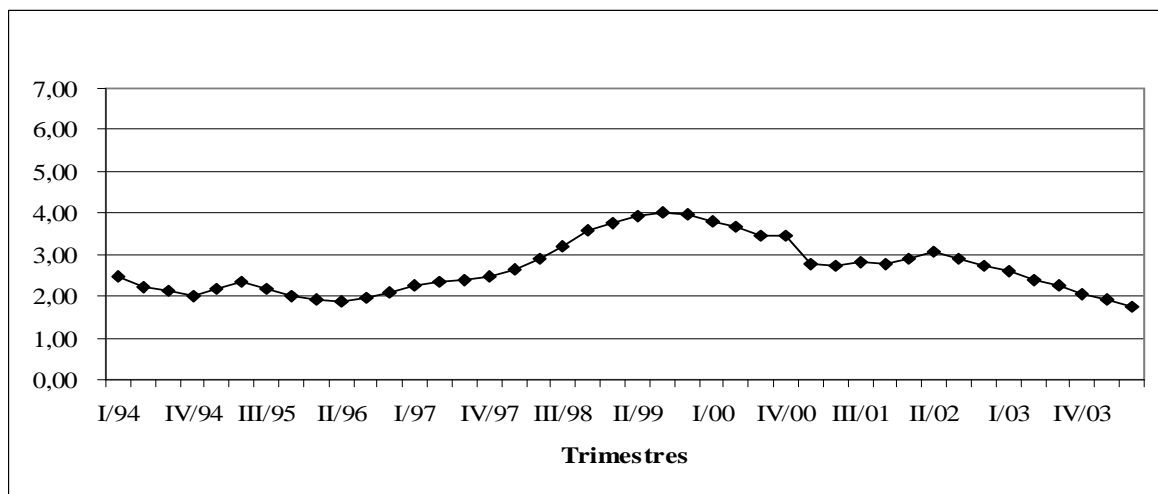


Figura 19: Dívida externa líquida total/Exportações (anos).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

Os movimentos da Figura 19 são semelhantes ao da Figura 18. Porém nesta relação que considera a dívida externa líquida os efeitos das crises parecem mais visíveis pela diminuição das reservas, que aumenta a dívida externa líquida e reflete em aumento no indicador.

No primeiro trimestre apresentado eram necessários 2,47 anos de exportações para quitar a dívida externa líquida. Permanecendo relativamente igual pelos próximos dois anos. Em 1997 o indicador apresenta tendência de elevação por conta da dívida externa que aumentou em média US\$ 7,57 bilhões por trimestre, enquanto as exportações ficaram estáveis.

Este comportamento de alta faz o Brasil ficar em pior situação na desvalorização cambial de 1999, quando o indicador sobe para 4 anos, como resultante do aumento da dívida externa bruta e queda nas reservas. Mas, por outro lado com as desvalorizações cambiais seguidas houve incentivo às exportações e esta relação começou a melhorar. No início de 2001 a dívida externa diminuiu US\$ 32,8 bilhões, fato que deu impulso significativo para o declínio da relação. Nos próximos períodos até o final da série, o Brasil melhora em quase um ano sua capacidade de pagamento da dívida externa líquida com as exportações (1,74 anos), por conta principalmente do forte crescimento das exportações.

### 5.2.3 Reservas internacionais conceito de liquidez internacional e o serviço da dívida externa

Esta variável nos mostra quantos anos de serviços da dívida externa estão cobertos com o uso das reservas internacionais conceito de liquidez internacional.

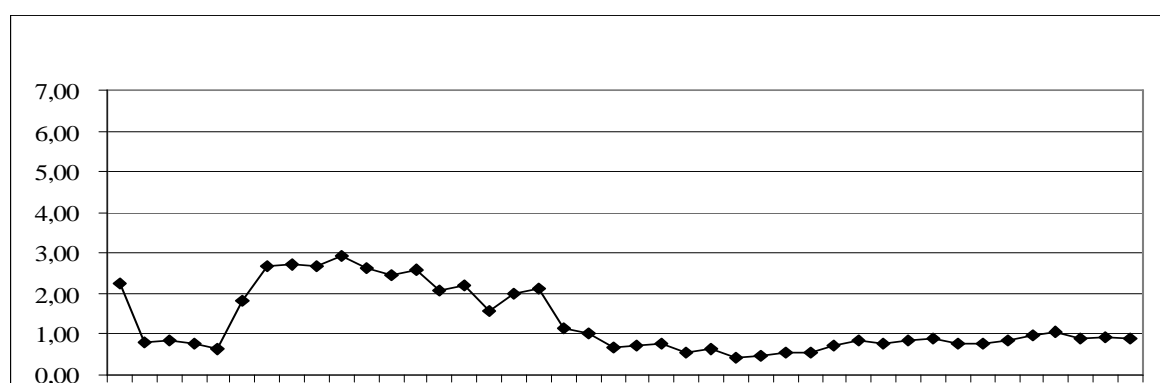




Figura 20: Reservas internacionais conceito de liquidez internacional/Serviço da dívida externa (anos).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

No primeiro trimestre de 1994 as reservas neste conceito são suficientes para cobrir pouco mais de 2,23 anos dos serviços da dívida, como consequência do grande valor das amortizações pagas. Em 1994 foram US\$ 44 bilhões e em 1995 US\$ 8,7 bilhões, este valor elevado de 1994 foi reflexo da renegociação da dívida externa, e as reservas não eram suficientes para cobrir um ano de pagamento dos serviços.

De 1995 até a crise asiática os serviços da dívida relativamente se estabilizaram e as reservas internacionais cresceram muito. No início de 1995 havia US\$ 33,5 bilhões em reservas e no terceiro trimestre de 1997 este valor saltou para US\$ 61,9 bilhões melhorando a relação, que no terceiro trimestre de 1997 em 2,21 anos.

Nos trimestres seguinte o serviço da dívida externa iniciou uma trajetória ascendente, no início de 1997 o país pagou US\$ 22,7 bilhões e no final deste mesmo ano US\$ 33 bilhões, por conta do pagamento de juros e mas principalmente das amortizações. No fim deste mesmo ano as reservas internacionais caíram US\$ 9,8 bilhões e eram suficientes para pagar 1,58 anos dos serviços da dívida. Este crescimento constante do serviço da dívida deixa evidente o forte endividamento do país, que tem de ser remunerado e quitado, e o contágio da crise pela queda nas reservas.

A partir das crises russa e brasileira, o indicador piora, refletindo o esgotamento das reservas nos momentos mais críticos da crise cambial brasileira, até meados de 2000. Na crise russa a relação fica em 1,01 anos, cai nos períodos seguintes e na desvalorização do real no primeiro trimestre de 1999 está em 0,66 anos consequência, portanto, do aumento do serviço da dívida e da queda nas reservas. A partir desse momento segundo Carcanholo e Paineira (2002) houve um aumento das reservas por conta do acordo com o FMI em agosto de 2001, como renovação daquele assinado em 1998. Este aumento no estoque de divisas foi o responsável pela melhora no desempenho do coeficiente que terminou a série com as reservas cobrindo 0,91 anos do serviço da dívida.

### 5.2.4 Reservas internacionais líquidas e ajustadas e o serviço da dívida externa

Neste indicador consta a quantidade de anos do serviço da dívida externa estão cobertos se forem usadas as reservas internacionais líquidas e ajustadas.

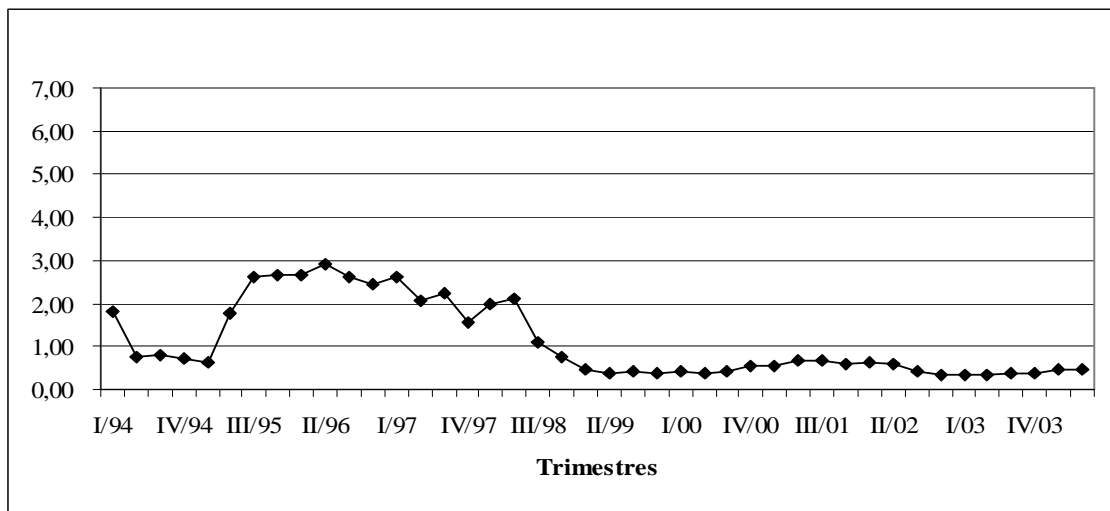


Figura 21: Reservas internacionais líquidas e ajustadas/Serviço da dívida externa (anos).  
Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

A trajetória percorrida por este indicador é idêntica a demonstrada na figura 20, exceto no final da década de 90 pelos empréstimos do FMI, como explicado anteriormente. No início as reservas internacionais líquidas e ajustadas eram suficientes para pagar 1,8 anos do serviço e termina com 0,45 anos, ou seja, no decorrer da série houve diminuição da quantidade de anos que as reservas cobrem o pagamento dos serviços.

As oscilações são bastante parecidas, mas este conceito é suficiente para pagar bem menos tempo de serviço da dívida, já que dele são retiradas algumas obrigações bastante importantes como visto no item 3.4.

### 5.2.5 Reservas internacionais conceito de liquidez internacional e os juros da dívida externa

Quantos anos de pagamento de juros da dívida externa estão cobertos se forem usadas as reservas internacionais conceito de liquidez internacional para esta finalidade.

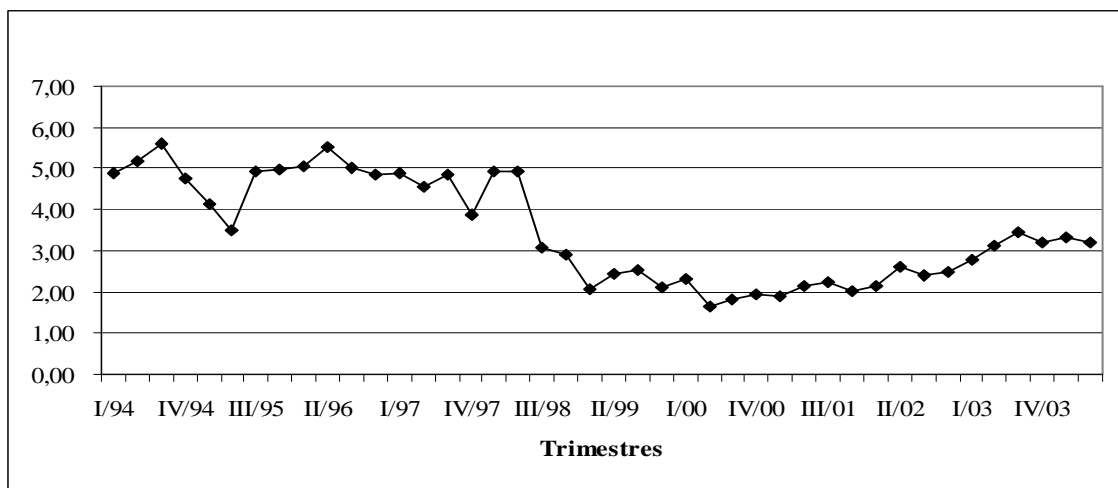


Figura 22: Reservas internacionais conceito de liquidez internacional/Juros da dívida externa (anos).

Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

No início 4,89 anos de pagamento dos juros da dívida estão cobertos se usadas as reservas, houve um aumento do tempo coberto no ano de implantação do Plano Real se comparado a Figura 20 podemos ver que as amortizações tiveram maior influencia no resultado do serviço da dívida.

Este coeficiente também retrata o efeito das crises do período, na crise mexicana as reservas brasileiras caíram algo em torno de US\$ 9,7 bilhões entre o terceiro trimestre de

1994 e o primeiro trimestre do ano seguinte, causando uma piora da relação de 5,6 anos para 3,52 anos.

Depois deste período o indicador mantém-se estável por conta das reservas que cresceram o suficiente para neutralizar a elevação dos juros. Porém, com o ataque especulativo ao real como efeito da crise asiática, as reservas caem em apenas um trimestre US\$ 9,8 bilhões, fazendo o coeficiente ficar em 3,86 anos.

Passada a crise de 1997 as reservas voltam a patamares anteriores à crise rapidamente nos dois primeiros trimestres de 1998. Porém, com a iminência da crise russa houve uma queda espetacular de US\$ 25,1 bilhões das reservas de US\$ 70,9 bilhões no segundo semestre de 1998 para US\$ 45,8 bilhões no próximo trimestre, deixando as reservas suficientes para cobrir apenas 3 anos dos juros.

O contágio da crise russa atingiu a economia brasileira e logo no início de 1999 o governo teve de alterar a política cambial, não intervindo mais no mercado e deixando o câmbio flutuar, pois ficou impossível controla-la diante da fuga de capitais do Brasil. O indicador neste período baixou para 2 anos.

No segundo trimestre de 2000 houve nova queda das reservas agora de US\$ 11 bilhões e desvalorização do real frente ao dólar. O pagamento de juros continuou crescendo cerca de US\$ 1 bilhão por ano. Esta forte oscilação nas reservas fez o coeficiente alcançar o ponto mais baixo da série 1,65 anos.

Deste período até o fim da nossa análise as reservas voltam a crescer e o pagamento dos juros se estabilizam, fazendo o indicador voltar ao mesmo patamar da crise russa, ou seja os juros conseguem ser quitados por três anos usando o nível de reservas disponível naquele período.

### 5.2.6 Reservas internacionais líquidas e ajustadas e os juros da dívida externa.

Quantos anos de juros da dívida externa estão garantidos utilizando as reservas internacionais líquidas e ajustadas é o resultado desta relação.

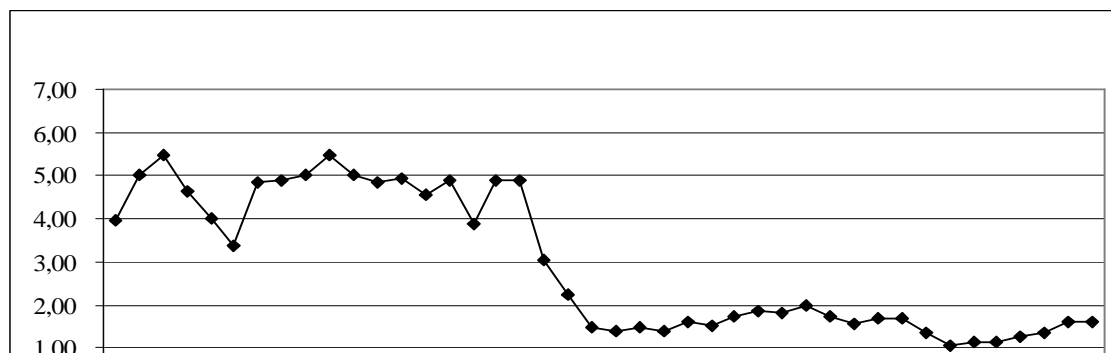


Figura 23: Reservas internacionais líquidas e ajustadas/Juros da dívida externa (anos).  
Fonte: Cálculos a partir de dados do Banco Central do Brasil e IPEA.

Os movimentos da Figura 23 são bem sincronizados ao mostrado na Figura 22 até o final de 1998. Esta semelhança de movimentos termina quando começamos a contrair empréstimos do FMI, como já observado anteriormente. Durante a década analisada isto acontece a partir do quarto trimestre de 1998, quando o FMI nos emprestou cerca de US\$ 9,3 bilhões. A série inicia com 3,95 anos do pagamento de juros podendo ser quitados com o uso das reservas já descontadas algumas obrigações e termina com 1,61 anos, bem abaixo do coeficiente anterior.

Os indicadores apresentados de vulnerabilidade financeira externa nos mostraram que o Brasil possui uma economia frágil aos acontecimentos externos. Essa fragilidade pode ser atribuída à dependência da entrada de capitais externos para equilibrar o balanço de pagamentos, visto que a estratégia utilizada no Plano Real para estabilizar preços via taxa de câmbio sobrevalorizada desestimulou as exportações e estimulou as importações. O resultado dos contínuos déficits em transações correntes, durante oito anos, nos deixou cada vez mais dependentes do fluxo de capitais e na falta deles vimos nossa moeda perder rapidamente seu valor frente ao dólar.

## **CAPÍTULO VI**

### **6 CONCLUSÃO**

Diante do que foi apresentado no decorrer deste trabalho, especialmente no capítulo cinco, pudemos comprovar o alto grau de vulnerabilidade financeira externa à que está sujeita a economia brasileira. Essa fragilidade às situações adversas sofre influência direta do tipo de política praticada pelos governantes brasileiros, que por sua vez tem um forte peso na definição dos resultados obtidos no balanço de pagamentos.

Através da intensa abertura da economia brasileira durante a década de noventa e a volta dos fluxos de capitais à América Latina, foi possível ao Brasil implantar o Plano Real, como uma adequação do país ao processo de globalização. O retorno destes investimentos à nossa economia cumpriu papel fundamental, tanto para cobrir os déficits em transações correntes quanto para acumular reservas internacionais. Estas reservas foram usadas para equilibrar o balanço de pagamentos na falta dos capitais externos, bem como na manutenção do sistema de câmbio até 1999 em bandas cambiais que deixou nossa moeda valorizada garantindo a estabilidade de preços pela concorrência com os produtos externos.

Grande parte dos capitais destinados ao Brasil foram utilizados para deixar o balanço de pagamentos superavitário e acumular reservas ou equilibrado. Porém, o uso desta

estratégia de financiamento das transações correntes com capital externo acabou, por refletir num maior endividamento do país, que assume o compromisso de remunerar, através de juros ou lucros (pressionando a conta de serviços e rendas) e amortizar no futuro este passivo.

O aumento do estoque da dívida externa brasileira foi de aproximadamente US\$ 75 bilhões, no período analisado, como vimos anteriormente grande parte destinada a cobrir os resultados das transações correntes. Mas, outro fator que contribuiu para o crescimento da dívida externa foram as altas taxas de juros praticada no mercado internacional, principalmente até o início de 2001. Com taxas de juros externas altas o Brasil teve de elevar a taxa interna como forma de se manter competitivo na atração dos capitais, sobretudo em fases de crises. A combinação de taxa de juros elevadas remunerando um montante crescente resulta no aumento do déficit da conta de serviços e rendas, que por sua vez pressiona as transações correntes.

Então o país fica diante de um ciclo vicioso, para quitar as dívidas antigas ele assume novos compromissos e como nem sempre as expectativas dos investidores são otimistas, ele é obrigado a oferecer taxa de juros atraentes, na tentativa de buscar recursos e mantê-los aplicados internamente, porém que aumentam o endividamento. Este instrumento de taxas de juros elevadas foi amplamente utilizado no período compreendido nesta análise. No final de 1998, no auge da crise russa, chegamos a pagar 32% a.a. de juros reais visando atrair capitais, mas principalmente conter a fuga dos que já estavam aplicados aqui.

Este fato mostra que somos bastante vulneráveis às crises internacionais, visto que dependemos da volatilidade do fluxo de capitais, cujo movimento depende das expectativas, e no caso delas serem negativas os capitais vão embora em busca de segurança. Situação que ficou bastante evidente durante as crises externas, ocorridas no período que compreende este trabalho e que retrata a dependência da economia brasileira.

O desempenho das principais contas do balanço de pagamentos brasileiro foram apresentados no capítulo quatro e de certa forma nos deram uma idéia da vulnerabilidade financeira brasileira. Visto que, as transações correntes apresentaram déficits constantes e as entradas de capitais moveram-se conforme a situação mundial, diante de crises caíram fortemente para se recuperarem após as turbulências internacionais.

Os indicadores de vulnerabilidade financeira externa da economia brasileira, apresentados no quinto capítulo deste trabalho, nos provaram que de fato o Brasil possui uma economia muito frágil às crises externas. Essa vulnerabilidade apresentou forte crescimento

nas situações externas adversas e se compararmos os resultados iniciais aos finais ela aumentou durante a década analisada.

Mas, observando os últimos resultados dos indicadores há uma melhora quanto à diminuição da vulnerabilidade externa. Podem ser apontados como fatores para esta melhora o alcance de superávit em 2003 nas transações correntes revertendo os históricos déficits, o comprometimento do governo com a estabilidade econômica e com resultados positivos em suas contas, a volta do crescimento do PIB neste ano, principalmente a situação externa favorável que permitiu um crescimento considerável nas vendas brasileiras ao exterior e a taxa de juros estável no mercado internacional que favorece e fica menos onerosa a captação de recursos à serem investidos na produção interna.

Portanto, para melhorar a situação do país quanto à diminuir gradativamente a sua dependência por capitais externos, acredito que a solução está na utilização o mais eficiente possível destes investimentos internacionais para a geração futura de novos recursos para o desenvolvimento e crescimento dentro da economia.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES JÚNIOR, Antônio José; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. **Revista de Economia Política**. v.19, n. 1 (73), jan./dez. 1999. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/fragilidade\\_financeira\\_externa\\_e\\_os\\_limites\\_da\\_politica\\_cambial\\_no\\_real.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/fragilidade_financeira_externa_e_os_limites_da_politica_cambial_no_real.pdf)>. Acesso em: 08 set. 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em:<<http://www.bacen.gov.br>>. Acesso em: 01 nov. 2004.

BAUMANN, Renato. **Crise, vulnerabilidade e dívida externa: América Latina e Brasil**. São Paulo: Fundação Konrad-Adenauer-Stiftung, n. 15, 1999.

CAMARGO, José Márcio. Moratória, custos e benefícios. **Revista teoria e debate**, n. 24, 2000. Disponível em: <[http://www.fpa.org.br/td/td24/td24\\_debdivext02.htm](http://www.fpa.org.br/td/td24/td24_debdivext02.htm)>. Acesso em: 08 nov. 2004.



CANUTO, Otaviano. **Revista Conjuntura Econômica**. Fundação Getúlio Vargas, ano 56, n. 07, 2002.

CANUTO, Otaviano. **Abertura econômica**. 2004. Disponível em: <<http://www.mre.gov.br/cdbrasil/itamaraty/web/port/economia/comext/abertura/index.htm>>. Acesso em: 14 nov. 2004.

CARCANHOLO, Marcelo Dias; PAINCEIRA, Juan Pablo. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina**. 2002. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/publicacoes/discussao/abertura\\_financeira\\_e\\_vulnerabilidade\\_externa\\_na\\_america\\_latina.pdf](http://www.ie.ufrj.br/publicacoes/discussao/abertura_financeira_e_vulnerabilidade_externa_na_america_latina.pdf)>. Acesso em: 08 ago. 2004.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Makron Books, 1991.

EICHENGREEN, Barry. **Crisis financeiras: análise, prevenção e gestão**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

FERRARI FILHO, Fernando. **Opções de política econômica para o Brasil**. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2003.

GONÇALVES, Reinaldo. Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMANN, Renato (Org.). **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

GONÇALVES, Reinaldo. Crise, vulnerabilidade e dívida externa: América Latina e Brasil. In: \_\_\_\_\_. **Dívidas externas na América Latina e a crise financeira interna**. São Paulo: Fundação Konrad-Adenauer-Stiftung, n. 15, 1999.(a)

GONÇALVES, Reinaldo. **Globalização e desnacionalização**. São Paulo: Paz e Terra, 1999.(b)

GONÇALVES, Reinaldo et al. **A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira**. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

GRADILONE, Cláudio. **Revista Exame**. Ed Abril, ano 38, n. 18, 2004.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 31 out. 2004.

MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia**. 3. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1995.

REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, diversas edições.

ROSSETTI, José Paschoal. **Contabilidade Nacional**: uma abordagem introdutória. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1985.

SINGER, Paul. **O Brasil na crise**: perigos e oportunidades. São Paulo: Editora Contexto, 1999.