

ALEXANDRE RODRIGUES D'ALMEIDA

GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA, INSERÇÃO EXTERNA E RISCO-BRASIL

Tese apresentada à Universidade Federal de Viçosa, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada, para obtenção do título de *Doctor Scientiae*.

VIÇOSA
MINAS GERAIS – BRASIL
2006

**Ficha catalográfica preparada pela Seção de Catalogação e
Classificação da Biblioteca Central da UFV**

T

D279g
2006

D'Almeida, Alexandre Rodrigues, 1955-
Globalização financeira, inserção externa e risco-Brasil
/ Alexandre Rodrigues D'Almeida. – Viçosa, MG, 2006.
xv, 172f. : il. (algumas col.) ; 29cm.

Orientador: José Maria Alves da Silva.
Tese (doutorado) - Universidade Federal de Viçosa.
Referências bibliográficas: f. 164-172.

1. Risco (Economia) – Brasil. 2. Mercado financeiro –
Brasil. 3. Taxa de juros – Brasil. 4. Modelos econométricos.
5. Finanças internacionais. I. Universidade Federal de
Viçosa. II. Título.

CDD 22.ed. 338.50981

ALEXANDRE RODRIGUES D'ALMEIDA

GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA, INSERÇÃO EXTERNA E RISCO-BRASIL

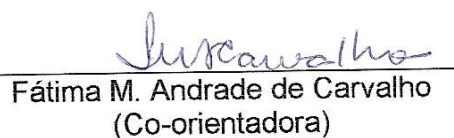
Tese apresentada à Universidade Federal de Viçosa, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada, para obtenção do título de *Doctor Scientiae*.

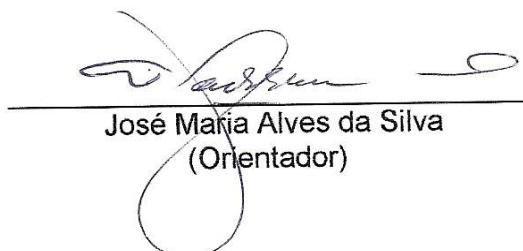
APROVADA: 28 de dezembro de 2006.


Cândido Luiz de Lima Fernandes


Vanessa Petrélli Corrêa


Orlando Monteiro da Silva


Fátima M. Andrade de Carvalho
(Co-orientadora)


José Maria Alves da Silva
(Orientador)

AGRADECIMENTOS

À Universidade Federal de Viçosa e ao Departamento de Economia Rural, pela oportunidade de realização do curso.

À CAPES, pela concessão da bolsa de estudos.

A presente tese obrigou-me a um considerável esforço intelectual, cujas conseqüências refletiram no meu ser físico e emocional. Entretanto, importa dizer que me sinto amplamente recompensado, diante do seu resultado final, na medida em que procurei pensar de forma crítica o processo de inserção externa do País. Vale registrar que a pesquisa exigiu uma ampla gama de conhecimentos, que vão desde a área financeira até a comercial, tanto no que se refere ao Brasil quanto à economia internacional, o que me proporcionou uma grande oportunidade de ampliar o meu saber.

Entretanto, não obstante a maior parte do tempo dedicado à elaboração da tese constituir um trabalho solitário, inicialmente gostaria de dizer que ela não é fruto tão somente de um esforço individual. Felizmente, sempre existe um conjunto de pessoas que, direta ou indiretamente, de alguma forma contribuíram para a sua formulação, o que ajuda a mitigar o sofrimento que a empreitada exige.

Neste sentido, primeiramente gostaria de manifestar a minha gratidão para com as diversas pessoas que, indiretamente, colaboraram para a realização desse trabalho. Não poderia deixar de dirigir a primeira menção para a minha esposa Sandra, uma vez que as suas palavras de apoio,

principalmente nos momentos mais difíceis, que não foram poucos, foram fundamentais para que eu pudesse encontrar forças para dar continuidade ao longo caminho percorrido até o término da presente obra. Não poderia também esquecer a presença de meu filho Gabriel, cuja inocência de seus primeiros quatro anos de vida, que coincidiram com o tempo que iniciei e concluí o meu doutoramento, sempre representou fonte inesgotável de estímulo. Importa deixar registrado igualmente o meu reconhecimento a dois amigos a quem muito admiro, pelo apoio moral e espiritual: Altary de Souza Ferreira Junior e Geraldo Chamone.

Finalizando esta parte de agradecimentos, devo mencionar a Nolam, minha vizinha do condomínio Parque Mundial, cujos conhecimentos na parte de gráficos do Word muito me ajudou, na hora certa, para a feitura de diversas figuras da tese. Adicionalmente, à Graça, secretária do curso de Economia Aplicada, não somente por sua ajuda na realização do encontro dos membros da banca na hora devidamente marcada, quanto pela coordenação dos trabalhos exigidos pelo departamento do referido curso para a conclusão da tese.

Em seguida, dirijo-me com gratidão às pessoas que, de alguma forma, contribuíram diretamente para a elaboração da presente tese. Em primeiro lugar, não poderia deixar de mencionar o professor Campos, que foi a primeira pessoa a quem mostrei o então projeto de tese, que constituía peça integrante para o ingresso no curso de doutorado. Nessa época, na qualidade de coordenador do curso de Ciências Aplicadas, desde o início acreditou e incentivou prontamente o trabalho que lhe apresentei.

Sinto-me também no dever de agradecer aos professores João Eustáquio de Lima e Fátima Marília Andrade de Carvalho, na qualidade de conselheiros, por algumas observações que contribuíram para o desenvolvimento deste trabalho, tanto em relação à formulação do modelo econométrico, cujas elucidações me permitiram a sua realização, quanto pelas sugestões de como melhor ordenar os diversos capítulos que compõem a tese, dada a sua complexidade, o que foi de grande valia.

Não poderia igualmente deixar de mencionar os convidados da banca, os professores Cândido Luiz de Lima Fernandes (UFMG) e Vanessa Petrelli Corrêa (UFU), pelas inúmeras sugestões. Particularmente, à professora

Vanessa, que já tinha sido minha orientadora no mestrado, contribuiu para o aprimoramento do modelo econométrico e pelas observações no conteúdo e na forma dos gráficos.

Por fim, não poderia deixar de reportar uma palavra de agradecimento final ao meu orientador, professor José Maria Alves da Silva, primeiramente por ter me apoiado na empreitada de ampliação do escopo da tese, quando deixou de ficar restrita somente aos aspectos domésticos e incluiu-se a inserção do Brasil à economia internacional. Neste sentido, seus conhecimentos teóricos foram fundamentais para que isso pudesse ser viabilizado. Contudo, meu reconhecimento não deve ficar restrito somente ao âmbito do saber, devendo ser o mesmo estendido ao seu trabalho de orientação propriamente dito, quando pude contar com sua paciência e dedicação, sua capacidade de ordenação das idéias e síntese. Devo acrescentar sua contribuição no propósito de que a tese fosse cercada de críticas ao processo de inserção externa do País, fato de inestimável valor para a formulação desta tese.

BIOGRAFIA

ALEXANDRE RODRIGUES D'ALMEIDA, filho de Agostinho Rodrigues D'Almeida e Lucília Costa Rodrigues D'Almeida, nasceu em 12 de novembro de 1955.

Em 1979, graduou-se em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual do Rio de Janeiro. Em 1999, concluiu o curso de Mestrado em Economia pela Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Uberlândia e, em 2006, concluiu o curso de Doutorado em Economia Aplicada pela Universidade Federal de Viçosa.

Desde 1991, é professor da Universidade Federal de São João Del Rei.

SUMÁRIO

	Página
LISTA DE TABELAS	ix
LISTA DE FIGURAS	xi
RESUMO	xii
ABSTRACT	xiv
1. INTRODUÇÃO	1
1.1. Histórico	1
1.2. O problema e sua importância	9
1.3. Hipóteses e objetivos	10
2. REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1. A crise financeira na perspectiva keynesiana	13
2.2. A visão monetarista de especulação	15
2.3. A visão pós-keynesiana de especulação	17
3. RESENHA HISTÓRICA	21
3.1. As etapas da globalização financeira	21

	Página
3.2. As conseqüências da globalização financeira	26
3.3. Os modelos de crises monetárias	34
3.4. Os modelos de crises financeiras	36
4. A INSERÇÃO EXTERNA	42
4.1. Inserção financeira	42
4.1.1. Breve retrospectiva	45
4.1.2. Análise comparativa da inserção asiática e latino-americana	46
4.1.3. Nova forma da dependência financeira	53
4.2. Inserção comercial	56
4.2.1. A dependência estrutural nos termos de troca	56
4.2.2. Mudança no padrão de comércio	58
4.2.3. Desenvolvimento do comércio sul-sul	63
4.2.4. Risco-país: América Latina <i>versus</i> países emergentes	64
4.2.5. Desequilíbrios globais crescentes	66
5. REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA E O ÍNDICE RISCO-BRASIL	75
5.1. Histórico	75
5.2. As fases da renegociação	83
5.3. Risco-Brasil e a reestruturação da dívida externa brasileira	88
6. INSERÇÃO EXTERNA E COMPORTAMENTO DO RISCO-PAÍS ...	92
6.1. Abertura comercial	94
6.2. Conversibilidade da conta capital	99
6.3. O comportamento da conta financeira	102
6.4. Risco-país: Brasil <i>versus</i> América Latina	110

	Página
6.5. A política de redução do risco-Brasil	113
7. FLUXOS DE CAPITAIS, TAXA DE JUROS E RISCO-BRASIL	118
7.1. Especificação do modelo e fonte de dados	119
7.2. Testes de raiz unitária	122
7.3. Seleção dos modelos VAR	123
7.4. Teste de causalidade de Granger e definição da ordem das variáveis	126
7.5. Análise da decomposição da variância	131
8. DEBATE SOBRE TAXA DE JUROS E RISCO-BRASIL	136
8.1. Modelo de sustentabilidade fiscal	137
8.2. A ótica da solvabilidade externa	140
8.3. Vulnerabilidade externa e fragilidade financeira externa	144
8.4. Taxa de juros e risco-Brasil	150
9. RESUMO E CONCLUSÕES	154
REFERÊNCIAS	164

LISTA DE TABELAS

		Página
1	Resultados das contas públicas dos Estados Unidos (% do PIB)	24
2	Indicadores do mercado global de capital: 2003 (US\$ bilhões)	27
3	Ativos dos investidores institucionais dos EUA: 1980-2004 (US\$ bilhões/estoque: em fim de período)	29
4	Ativo dos balanços das empresas americanas: 1980-2004 (US\$ bilhões)	32
5	Fluxos de entradas de IED por regiões e mundo: 1995-2004 (US\$ bilhões)	52
6	Estrutura de exportações dos países em desenvolvimento: 1980-2003 (%)	60
7	Saldos em conta corrente por principais regiões: 1999-2005 (US\$ bilhões)	64
8	Transações correntes dos EUA: 1980-2005	67
9	Posição líquida internacional dos EUA: 1985-2005 (US\$ bilhões)	69
10	Conta corrente por principais países: 2000-2005 (US\$ bilhões)	71

		Página
11	Evolução da tarifa nominal de importação: 1988-1995 (%)	94
12	Conta corrente e saldo comercial do Brasil: 1996-2005 (US\$ milhões)	95
13	Exportações mundiais por regiões selecionadas: 1990-2004 (US\$ bilhões e %)	97
14	Exportações brasileiras por fator agregado: 1996-2005 (%)	98
15	Movimentos financeiros líquidos: 1994-1999 (US\$ milhões) ...	104
16	Movimentos financeiros líquidos: 2000-2005 (US\$ milhões) ...	107
17	Troca de <i>bradies</i> por globais: 1997-2005 (milhões)	115
18	Financiamento da dívida externa em 2005 (US\$ milhões)	117
19	Variáveis selecionadas	121
20	Teste de raiz unitária ADF – 1995:1 a 1998:12	122
21	Teste de raiz unitária ADF – 1999:9 a 2006:6	123
22	Seleção de defasagem do VAR – 1995:1 a 1998:12	124
23	Teste de normalidade dos resíduos – 1995:1 a 1998:12	125
24	Seleção da ordem do VAR – 1999:9 a 2006:12	125
25	Teste de normalidade dos resíduos – 1999:9 a 2006:6	126
26	Teste de causalidade de Granger (1 lag) – 1995:1 a 1998:6 ...	127
27	Teste de causalidade de Granger (4 lag) – 1999:9 a 2006:12 .	130
28	Análise da decomposição da variância (1 lag) – 1995:1 a 1998:12	132
29	Análise da decomposição da variância (4 lag) – 1999:9 a 2006:12	133
30	Principais países emergentes detentores de reservas por região: 1996 e junho de 2004 (US\$ bilhões)	149

LISTA DE FIGURAS

	Página
1 Investimentos diretos líquidos: 1994-2005 (US\$ bilhões)	47
2 Investimentos de portfólios líquidos: 1994-2005 (US\$ bilhões)	48
3 Outros capitais líquidos: 1994-2005 (US\$ bilhões)	50
4 Indicadores do risco-país: mercados emergentes e América Latina (jan. 1998 a jun. 2006)	65
5 Dívida externa/exportações: 1956-1989	78
6 Dívida externa: 1968-1994	84
7 Taxa básica de juros da economia americana anual: 1990-2006	102
8 Indicadores do risco-país: Brasil e América Latina (jan. 1988 a jun. 2006)	111
9 Dívida externa: 1996-2005 (bilhões US\$)	116
10 Risco-Brasil, Tbonds e Selic: 1998:1 a 1998:12	129
11 Risco-Brasil, Selic, Tbonds, Swap: 1999:9 a 2006:6	131
12 Vulnerabilidade externa e fragilidade financeira externa: 1995 a junho de 2006	147

RESUMO

D'ALMEIDA, Alexandre Rodrigues, D.Sc., Universidade Federal de Viçosa, dezembro de 2006. **Globalização financeira, inserção externa e risco-Brasil**. Orientador: José Maria Alves da Silva. Co-orientadores: Fátima Marília Andrade de Carvalho e João Eustáquio de Lima.

Na década de 80, o capitalismo passou por profundas transformações institucionais, com a desregulamentação dos mercados e a maior liberdade dos movimentos dos capitais, quando se verificou um processo de intensa integração dos mercados financeiros domésticos entre os países, aumentando a instabilidade das finanças mundiais. Nesse período, o Brasil conviveu com um processo inflacionário crônico aliado à crise cambial. A maior liquidez internacional na década seguinte possibilitou a adoção de programas de estabilização de cunho neoliberal, fundamentados em programas de privatização e na utilização de âncora cambial, além da promoção de uma profunda abertura tanto comercial quanto financeira. A consequência foi que, a partir de meados da década de 90, o País incorreu em crescentes déficits de transações correntes, que o conduziram a uma situação de maior vulnerabilidade a choques externos. O País acabou atingido tanto pelas crises asiática e russa, na segunda metade da década de 90, quanto pelas turbulências financeiras e políticas, em níveis internacional e doméstico, no

interregno entre 2000 e 2002. Recentemente, uma série de acontecimentos contribuiu para uma conjuntura internacional extremamente favorável: o forte crescimento da economia mundial, o intenso desenvolvimento do comércio internacional e a melhoria dos termos de troca dos produtos primários e manufaturados intensivos em trabalho e energia. Esses fatos permitiram ao Brasil obter superávits em transações correntes a partir de 2003, quando se iniciou um movimento de recorrente declínio do seu risco-país. Atualmente, o seu patamar se encontra entre os mais baixos da série histórica. A literatura recente sobre o risco-Brasil se encontra em duas vertentes, ambas concentradas no aspecto macroeconômico: uma, representada pelo modelo de sustentabilidade fiscal, considera que o risco-Brasil é causado pelos juros elevados, e seus partidários que advogam a adoção de uma política cambial passiva e a ampliação do superávit primário; a outra, representada pela ótica da solvabilidade externa, considera os juros elevados causadores do risco-Brasil, e os seus adeptos propõem uma política cambial ativa e redução da taxa de juros. O objetivo primeiro deste trabalho foi testar, por meio de modelos econométricos apropriados, a hipótese de que o risco-Brasil é fortemente influenciado pelos fluxos de capitais voláteis, caracterizando-se forte dependência de fatores exógenos, em vez de ser determinado pelos fundamentos econômicos domésticos. Os resultados sugerem que os fluxos de capitais internacionais primeiramente afetam a taxa de juros doméstica, que, por sua vez, acaba afetando o risco-país. Isto serve como crítica tanto ao modelo da sustentabilidade fiscal quanto à ótica da solvabilidade externa, por não considerarem em suas análises a causalidade do risco-Brasil, ou seja, que sua determinação é fundamentalmente determinada de fora para dentro do País. Dessa forma, para a manutenção do atual baixo risco-Brasil, a análise não deve somente se concentrar nas questões macroeconômicas da política cambial e da causalidade entre taxa de juros e risco-Brasil, mas também levar em conta a histórica política referente à forma subordinada como o Brasil realizou a sua integração econômica junto à economia mundial, orientada pelos interesses dos países centrais.

ABSTRACT

D'ALMEIDA, Alexandre Rodrigues, D.Sc., Universidade Federal de Viçosa, December, 2006. **Financial globalization, external insertion, and country-risk of Brazil**. Adviser: José Maria Alves da Silva. Co-advisers: Fátima Marília Andrade de Carvalho and João Eustáquio de Lima.

In the 1980s, capitalism underwent profound institutional transformations brought about by market deregulation and greater capital movement freedom, leading to a process of intense domestic financial market integration among the countries, increasing global finance instability. During this period, Brazil suffered a chronic inflationary process exacerbated by an exchange crisis. A greater international liquidity in the following decade allowed the adoption of neo liberal stabilization programs, based on privatization programs and the use of the exchange rate as a nominal anchor, besides promoting a profound commercial and financial opening, leading to increasing current transaction deficits and, consequently, greater vulnerability to the external shocks in the mid 1990s. The country was hit both by the Asian and Russian crises in the late 1990s and by the domestic and international financial and political disturbances from 2000 to 2002. Recently, a series of events has contributed to an extremely favorable international scenario: strong world economy growth, intense international trade development and improvement in

the terms of exchange of primary products and intensive work and energy manufactured products. Such facts allowed Brazil to obtain superavits in current transactions since 2003, when a movement of recurrent decline of its country-risk initiated. Today, this risk is among the lowest, historically: recent literature on Brazil-risk is based on two views, both concentrated in the macroeconomic aspect: one represented by the fiscal sustainability model, considers Brazil-risk as being caused by high interests and its advocates favor the adoption of a passive exchange policy and primary superavit expansion; the other, represented by the optic of external solvability, considers high interests to be the cause of Brazil-risk and its advocates propose an active exchange policy and interest rate reduction. The main objective of this work was, using appropriate econometric models, to test the hypothesis that Brazil-risk is strongly influenced by the volatile capital flows, characterizing a strong dependence on exogenous factors instead of being determined by an internal economic foundation. The results suggest that international capital flow first affects domestic interest rates, which, in turn, end up by affecting the country's risk. This is a criticism both to the fiscal sustainability model and the external solvability view, for failing to consider the causality of Brazil-risk in their analyses, i.e., that it is fundamentally determined by outside forces. Thus, to maintain the current low Brazil-risk, analysis must not only concentrate in macroeconomic issues of exchange policy and causality between interest rates and Brazil-risk, but it should also take into account the historical policy referring to the subordinate way Brazil achieved its economic integration into the world economy, guided by the interests of the developed countries.

1. INTRODUÇÃO

1.1. Histórico

No período entre guerras, a economia mundial passou para uma nova fase de grande desordem monetária, com a suspensão da conversibilidade ao ouro, e as tentativas de sua restauração foram todas fracassadas. Além disso, a prática de desvalorizações cambiais competitivas que imperou depois do colapso da bolsa de valores americana, em 1929, em que os países industrializados procuraram individualmente proteger os respectivos mercados, contribuiu para agravar ainda mais a instabilidade monetária.

Essa desordem monetária impeliu os Estados Unidos, no final da Segunda Guerra Mundial, enquanto principal nação hegemônica, a liderar uma conferência realizada na pequena cidade americana de Bretton Woods. O intuito era estabelecer uma nova ordem internacional mais imune às crises econômicas que assolaram as principais economias industrializadas nos anos 30.

Os principais pontos que fundamentaram a ordem estabelecida na conferência de Bretton Woods foram os seguintes:

- Instituição do regime de câmbio fixo, mas ajustável.
- Estabelecimento do ouro como ativo de reserva internacional.
- Livre conversibilidade entre as moedas domésticas.

- Criação de instituições reguladoras, como o GATT, que deveria controlar o comércio mundial; o FMI, com a incumbência de equacionar os desequilíbrios dos balanços de pagamentos; e o Banco Mundial, com a missão de financiar a infra-estrutura dos países.
- Realinhamento das paridades das taxas de câmbio somente diante de desajustes estruturais. Desajustes temporários deveriam ser contornados com financiamentos concedidos pelo FMI ao país deficitário.

A perspectiva dos formuladores era de criar um sistema financeiro mundial mais estável e evitar as relações comerciais conflituosas entre os países, o que propiciaria torná-las mais eqüitativas, de modo a permitir um desenvolvimento econômico mundial mais robusto.

As medidas adotadas visavam propiciar a estabilidade de dois preços-chave da economia. Por um lado, dentro da tradição keynesiana, admitia-se que a incerteza quanto ao patamar dos juros podia induzir os detentores de capital a manterem a sua riqueza na forma mais líquida, tendo, como conseqüência, o adiamento da decisão de gastos em investimentos, contribuindo para deprimir a atividade econômica. Por outro, a maior volatilidade do câmbio criava um problema, isto é, como manter a riqueza em moeda doméstica ou com a moeda estrangeira. Adicionalmente, essas medidas afetavam a decisão dos empresários em investir nas exportações ou na produção doméstica, o que podia se traduzir em sérias conseqüências para o balanço de pagamentos de uma economia (BELLUZZO, 2006).

Entretanto, o novo acordo transformou-se a favor do projeto hegemônico americano em dois pontos fundamentais. O primeiro refere-se à instituição do padrão dólar-ouro. Durante a Primeira Guerra Mundial, os Estados Unidos aproveitaram a ocasião para acumular grande quantidade de reservas de ouro, e, no período imediatamente após a Segunda Guerra Mundial, o país já possuía dois terços das reservas mundiais de ouro monetário. Dessa forma, nessa época, o dólar era a única moeda que de fato poderia garantir a livre conversibilidade ao ouro. Por conseguinte, os demais países não tiveram outra escolha a não ser acumular suas reservas internacionais em dólar, consolidando os Estados Unidos como nação referencial do padrão monetário internacional (BAER et al., 1995).

O segundo ponto está relacionado com as funções atribuídas ao FMI, que estavam aquém do pretendido por Keynes na sua proposta de *Clearing Union* que emitiria uma moeda bancária, denominada *bancor*, a que todas as moedas nacionais deveriam estar referenciadas. Dessa forma, funcionando como uma moeda de conta, os déficits e superávits dos países implicariam reduções e aumentos em *bancor* junto à *Clearing Union*. Por esse mecanismo, os países deficitários deveriam ter facilidades de crédito e os superavitários deveriam sofrer algum tipo de penalidades. O intuito do economista inglês era o de evitar os ajustes deflacionários dos balanços de pagamentos e promover uma distribuição mais equitativa do ônus desses ajustamentos. Na medida em que as funções desempenhadas pelo FMI ficaram bem distanciadas dessa proposta, isso contribuiu para que as funções de regulação da liquidez internacional e de prestador de última instância ficassem a cargo do Banco Central dos Estados Unidos (BELLUZZO, 1995).

No contexto da proposta de Keynes, da instituição de uma *Clearing Union*, de acordo com Modigliani (2004), cada país deveria dispor de uma cota de créditos tomada em um banco internacional, com a qual poderia fazer frente aos déficits transitórios. Porém, o mais importante é que cada país deveria evitar ao máximo a formação tanto dos déficits quanto dos superávits. Essa proposta está de acordo com a visão keynesiana, ou seja, políticas nacionais visando aumentar a liquidez da riqueza de um país geralmente prejudicam as exportações de outros países, gerando efeitos desestabilizadores na economia mundial.

Neste sentido, para Modigliani (2004), o problema não era o déficit americano, mas sim o desejo dos países da Europa Ocidental de aumentar suas reservas. Portanto, a solução deveria passar pela redução das reservas mediante o aumento das importações europeias.

Dentro do arranjo delineado em Bretton Woods, os Estados Unidos tornaram-se os responsáveis pela provisão mundial de liquidez. As decorrentes benesses da senhoriagem permitiram ao país desfrutar de três grandes benefícios: primeiro, de caráter bélico, em face da necessidade de manter a aliança militar formalizada no tratado do Atlântico Norte, o que exigia a manutenção de tropas em várias partes do mundo; segundo, de conteúdo econômico, que permitiu a expansão da indústria americana através dos

investimentos diretos; terceiro, em bases financeiras, ao conceder espaço para o crescimento dos bancos americanos. A contrapartida vinha do fato de que os demais países passavam a ter condições de utilizar políticas keynesianas domésticas e ter maior manejo da política de comércio exterior (PADOAN, 1986).

O resultado foi que a quantidade de dólares que circulava fora dos Estados Unidos tornou-se muito maior que as reservas de ouro que o país possuía, o que tornava justas as preocupações de Triffin (1979), isto é, a impossibilidade de o dólar exercer simultaneamente as funções de meio de transação internacional e de reserva de valor baseada no lastro em ouro.

Na década de 60, prevaleceu o consenso de que, para estancar a hemorragia do dólar, era preciso promover uma desvalorização da moeda americana diante das outras moedas. Mas o ponto de conflito estava na sua paridade com o ouro. Os Estados Unidos, na perspectiva de manter o padrão dólar-ouro que lhe conferia a vantagem da senhoriagem, defendiam a idéia de que o ouro deveria continuar atrelado ao dólar. Os países europeus, principalmente a França, que contestavam firmemente esse padrão monetário por acreditar que isso era uma forma de conceder enormes poderes aos Estados Unidos, apregoavam que o dólar deveria ser desvalorizado diante do ouro (MODIGLIANI, 2004).

Considerando que a França tinha acumulado grande quantidade de ouro, o que constituía uma forma de contestar o padrão dólar-ouro, a segunda solução lhe traria enormes vantagens, uma vez que as suas reservas em ouro seriam grandemente valorizadas em termos de dólar. Entretanto, essa discussão acabou sendo atropelada pelos acontecimentos históricos que se precipitaram. Os primeiros sinais de tensão no sistema de Bretton Woods vieram com a desvalorização da libra, em novembro de 1967. A França, que já vinha adotando a prática de converter seus superávits em ouro, continuou a persistir nessa política. A generalização dessa prática pelos demais países europeus levou os Estados Unidos a suspender a conversibilidade para evitar o esgotamento de suas reservas em ouro, o que acabou decretando o fim do sistema de Bretton Woods e, concomitantemente, o regime de taxas de câmbio fixa.

Com a decretação do término da paridade entre o dólar e o ouro em 1971, as flutuações das taxas de câmbio tenderam a tornarem-se maiores, uma vez que elas deixam de somente refletir o comportamento do comércio mundial e passam a ser um componente especulativo, intensificando os movimentos de capitais de curto prazo. Em face disso, as autoridades dos países centrais tornam-se obrigadas a constantemente manejar a política monetária de modo a fazer com que as taxas de juros passassem a condicionar a formação das taxas de câmbio (CORRÊA, 1995).

Por conseguinte, a estabilidade do câmbio e dos juros que vigorou no sistema de Bretton Woods deixou de existir definitivamente na década de 70, uma vez que passou a ter maior volatilidade nesse período, afetando os preços dos ativos financeiros, aumentando a instabilidade dos mercados financeiros.

Na década de 80, com a abertura dos mercados nacionais e o processo de securitização¹, iniciou-se o que passou a ser denominado de globalização financeira, quando os governos e as empresas começaram a lançar títulos de dívidas diretamente nos mercados de capitais internacionais. Os países industrializados passaram por um processo de endividamento crescente, de modo que o valor dos ativos financeiros começou a ter uma proporção cada vez maior em relação ao PIB dessas economias.

Nesse contexto, a flutuação do câmbio e de juros propicia uma ampliação da potencialidade da instabilidade dos mercados financeiros internacionais, agravados pela maior interligação entre eles daquele período em diante. As sucessivas crises que vão surgir, a partir do *crash* de 1987, tanto nas nações industrializadas quanto nos países em desenvolvimento, constituem uma clara indicação dessa realidade.

Outro fator que contribuiu para a instabilização dos mercados financeiros internacionais, além do forte crescimento dos instrumentos financeiros, a partir do início da década de 80, foi a ampliação do grau de liquidez dos ativos envolvidos. Como bem mostrara Keynes (1937), os ativos que apresentam maior liquidez tendem a possuir menor rentabilidade e vice-versa.

¹ O termo securitização, no sentido restrito, refere-se ao processo de transformação de empréstimos bancários (ativos não negociáveis) em títulos (ativos negociáveis). No sentido amplo, consiste no esquema de endividamento direto junto ao credor.

A realidade dos atuais mercados financeiros internacionais há muito tempo tem se afastado dessa condição de separação entre rentabilidade e liquidez. O processo de securitização, que representou uma contribuição decisiva para a conformação do atual sistema financeiro internacional, foi imediatamente seguido pela formação de um amplo mercado secundário, o que garantiu a junção daquelas duas características aos recentes ativos financeiros internacionalizados.

Entretanto, a origem disso advém de longa data, quando das inovações financeiras ocorridas no mercado financeiro americano na década de 60. Iniciada com os certificados de depósitos, que foram criados no final dos anos 50, passou a ter a prerrogativa do acordo de recompra² no início da década seguinte, intensificando o desenvolvimento de um mercado interbancário (MOFFITT, 1984).

A configuração do atual sistema financeiro internacional, em que os ativos financeiros negociados internacionalmente gozam de uma ampla liquidez, cria um constrangimento adicional aos investimentos privados, uma vez que estimula os detentores de capital a manterem sua riqueza de forma mais líquida. Por sua vez, entre essas formas estão incluídos preferencialmente os ativos financeiros rentáveis, que passaram a sofrer maior volatilidade em seus preços, o que tem implicado a possibilidade de seus detentores usufruírem de enormes ganhos de capital, muitas vezes superiores à rentabilidade dos seus próprios negócios, o que aumenta ainda mais o processo de especulação, tornando muito instável o sistema financeiro internacional.

Uma outra questão que tem contribuído muito para a instabilidade reinante nas finanças internacionais é que, na derrocada do sistema de Bretton Woods, o padrão dólar-ouro não foi substituído por nenhum outro semelhante. Pelo contrário, as taxas de câmbio e de juros tornaram-se flutuantes, sem que

² Acordo de recompra começou com a troca de títulos mantidos em carteira, de um banco para outro, em que era fixada a sua recompra a um preço estipulado, em uma data previamente fixada. A institucionalização do acordo, ocorrida no mercado americano em 1961, acabou se generalizando para os demais mercados financeiros. A partir de então, essa inovação financeira permitiu que os títulos de médios e longos prazos, que deveriam ter uma rentabilidade maior e menor liquidez, em relação aos ativos de curto prazo, passassem a usufruir de uma liquidez semelhante à da moeda, por excelência o ativo mais líquido, tanto que passaram a ser denominados quase-moedas.

houvesse qualquer base que pudesse servir de referencial para abalizar o preço de ambas.

Adicionalmente, na década de 90, verificou-se uma tentativa de formular uma nova arquitetura financeira internacional, particularmente após as crises asiáticas. Entretanto, essas mudanças ficaram em grande parte restritas ao comportamento das instituições financeiras, constituindo uma regulação via o próprio funcionamento do mercado. Na ausência de organismos supranacionais, a exemplo da proposta da *Clearing Union*, as tarefas de prover liquidez internacional e regular o ajustamento entre os países superavitários e deficitários continuarão a ser, em grande parte, exercida pelos mercados, o que tem se traduzido recentemente no agravamento dos riscos financeiros e em crescentes desequilíbrios globais.

O processo da globalização financeira tem-se caracterizado por um crescimento da demanda por ativos financeiros a um percentual superior à taxa de crescimento da economia mundial, em razão das oportunidades ampliadas de auto-valorização do capital financeiro, proporcionada pela atividade especulativa cada vez mais intensa. Isso tem gerado o fenômeno da inflação de ativo³, ou seja, uma tendência de elevação sistemática, por longos períodos, de preços de ativos para níveis incompatíveis com seus rendimentos prospectivos.

Entretanto, diferentemente dos preços de produção de ativos, esse fenômeno tem atingido tanto os mercados financeiros dos países centrais quanto dos países emergentes. Na impossibilidade de esse movimento se perpetuar, os preços acabam desabando, e, quando isso ocorre, as conseqüências têm sido sérios prejuízos aos bens patrimoniais das empresas e famílias. Os resultados da deflação de preços dos ativos financeiros têm sido desastrosos, corroborando a teoria da fragilidade financeira de Hyman Minsky.

Entretanto, de forma mais sutil, o mesmo fenômeno tem sido danoso para as economias em desenvolvimento, particularmente as dos países latino-americanos, que implantaram políticas de combate à inflação num contexto de elevada mobilidade de capital, sob a influência do chamado Consenso de Washington. A conseqüência desta política foi à apreciação cambial artificial,

³ Dois bons exemplos de inflação de preços dos ativos financeiros foram proporcionados pelos *crash* da Bolsa de Nova York, em 1987, e da Bolsa de Tóquio, em 1990.

que, se por um lado, favoreceu a estabilidade dos preços de bens de produção corrente, por outro contribuiu para aumentar a instabilidade dos preços dos ativos. Assim, a busca da estabilidade dos primeiros acabou comprometendo a estabilidade dos últimos e assim tornando tais economias mais vulneráveis a crises sistêmicas.

Neste contexto, as políticas de juros altos foram homologadas para atrair capitais, e os montantes recebidos foram mais que suficientes para promover a apreciação cambial, dada o reduzido tamanho dos mercados financeiros desses países, relativamente às economias industrializadas.

A inflação de ativos financeiros nos mercados emergentes ocorre freqüentemente, e muitas vezes a queda dos preços desses ativos é determinada de fora para cobrir prejuízos dos investidores internacionais em outros mercados. Os exemplos das crises asiática e russa foram emblemáticos neste sentido com os mercados financeiros dos países emergentes, uma vez que a instabilização desses mercados acabou promovendo um processo de fuga de capitais em grande parte dessas nações. Nesse contexto, os investidores internacionais tendem a se desfazer dos títulos de emissão da dívida externa dos países em desenvolvimento, para alocar seus portfólios em aplicações mais seguras. O resultado desse movimento acaba implicando queda dos preços desses títulos, o que acarreta aumento do risco-país dessas nações. No caso brasileiro, em particular, as duas crises supracitadas afetaram significativamente o risco-Brasil. Portanto, o movimento que conduz ao processo de inflação e deflação de ativos afeta o risco-país das nações em desenvolvimento, contribuindo para agravar a instabilidade do sistema financeiro internacional.

De qualquer maneira, a valorização e desvalorização dos preços dos ativos nos mercados financeiros emergentes ficam muito dependentes das entradas e saídas de capitais dessas economias. Considerando a desregulamentação dos mercados e da livre movimentação de capitais, esta possibilidade de haver inflação e deflação dos ativos financeiros pode acontecer a qualquer momento.

Na medida em que a inflação de ativos não é incluída nos indicadores de estabilidade macroeconômica, as políticas indutoras de apreciação cambial criam uma falsa sensação de estabilidade, uma vez que a inflação nos preços

dos bens correntes tende a se manter em baixos patamares e a camada da população mais pobre experimenta um aumento do seu poder de compra. Entretanto, como contrapartida, verifica-se uma profunda vulnerabilidade externa e fragilidade financeira externa desses países, por conta do aumento do passivo externo e da inflação dos ativos financeiros. Uma verdadeira estabilidade macroeconômica deveria conjugar tanto a estabilidade dos preços tanto dos ativos financeiros quanto dos bens de produção corrente.

1.2. O problema e sua importância

Na década de 80, o sistema capitalista passou por profundas transformações institucionais, com a desregulamentação dos mercados e a maior liberdade dos movimentos dos capitais. O processo se desencadeou nos países industrializados e, na década seguinte, atingiu os países em desenvolvimento. O crescente processo de integração dos mercados financeiros domésticos entre os países, que passou a ser denominado de globalização financeira, aumentou o risco de crises sistêmicas em escala mundial.

Considerando uma enorme soma de recursos disponíveis nas nações industriais, a globalização financeira amplia os espaços para a valorização do capital. Nesse cenário, os países emergentes tornam-se alvos do interesse de dos investidores internacionais. Exemplo disso é constituído pelos países do Sudeste Asiático, que, na primeira metade da década de 90, experimentaram elevadas taxas de crescimento de suas economias, tornando-se pólos de atração de recursos forâneos.

No caso da América Latina, levando-se em conta que grande parte dos países sofreu com processo inflacionário crônico aliado à crise cambial nos anos 80, a maior liquidez internacional na década seguinte possibilitou a adoção de programas de estabilização. Esses foram implementados dentro da ótica neoliberal, focada na abertura comercial e financeira, na utilização de âncora cambial e na adoção de programas de privatização.

A experiência brasileira de estabilização seguiu o padrão geral do continente latino-americano. Diante de uma política cambial fixa, mas ajustável de forma rígida, a liberalização comercial promoveu elevados déficits em

transações correntes, ampliando consideravelmente a necessidade de atrair poupança externa. A liberalização financeira fez parte da estratégia de captar recursos forâneos, mediante elevação da taxa de juros, com o intuito de financiar o balanço de pagamentos.

Em face da acumulação passada de dívida externa, essa estratégia neoliberal acabou tornando o país mais vulnerável a choques externos. O Brasil acabou sendo contagiado pelas crises asiática e russa, na segunda metade da década de 90, acarretando uma significativa elevação do seu risco-país. Isto, por sua vez, implicou a elevação da taxa básica de juros domésticos, a queda das bolsas de valores e a deterioração do financiamento externo das empresas e do governo, através do encarecimento no custo de emissões de títulos transacionados no exterior, tendo como agravante o elevado custo do crédito doméstico, que se tornou ainda mais caro.

Esses fatos acirraram recentemente o debate sobre a forma de como reduzir o risco-Brasil, polarizado em duas vertentes principais. Uma delas, representada pelo modelo de sustentabilidade fiscal, considera que os juros elevados são causados pelo risco-Brasil. Os partidários dessa tese advogam que as autoridades econômicas devem adotar política cambial passiva e ampliar o superávit primário. A outra, aqui denominada de ótica da solvabilidade externa, considera que são os juros elevados que causam o risco-Brasil. Seus adeptos propõem uma política cambial ativa e redução da taxa de juros.

1.3. Hipóteses e objetivos

As hipóteses levantadas neste estudo são as seguintes: (1) a inserção externa do Brasil à economia mundial foi realizada de forma subordinada aos interesses dos países centrais, orientando-se por uma lógica neoliberal incompatível com a ruptura do padrão de desenvolvimento latino-americano retardatário e dinamismo econômico dependente; (2) os atuais baixos níveis do risco soberano apresentado pelo Brasil devem-se em grande parte a uma extraordinária conjuntura favorável da economia internacional; (3) o risco-Brasil é influenciado pelos fluxos de capitais internacionais e não pelos fundamentos da economia brasileira.

Recentemente, uma série de acontecimentos tem contribuído para a melhoria das condições macroeconômicas dos países em desenvolvimento. O forte crescimento da economia mundial, particularmente a dos países emergentes, o intenso desenvolvimento do comércio internacional, sobretudo entre os países periféricos, a melhoria dos termos de troca dos produtos primários e manufaturados intensivos em trabalho e energia constituíram-se em fatores que permitiram ao conjunto dos países em desenvolvimento passarem de situações deficitárias para superavitárias nos balanços de transações correntes, a partir de 2000. No caso da América Latina, em particular o Brasil, isso passou a ocorrer em 2003. A partir de então, os países latino-americanos entraram num processo de significativa redução das taxas inflacionárias e dos índices de risco-país.

O problema que se coloca é como manter os atuais patamares de risco-Brasil, evitando que se elevem para níveis que possam reconduzir a economia brasileira no problema das crises financeiras, com suas deletérias conseqüências macroeconômicas. Isto é particularmente preocupante quando se observa que a abertura financeira adotada pelo Brasil tornou o balanço de pagamento do país fortemente influenciado pelo movimento de capitais voláteis intimamente relacionados com os indicadores de mercado, inclusive o de risco-país.

Essa preocupação se justifica por dois motivos principais: primeiro, a economia mundial apresenta visíveis desequilíbrios globais, basicamente determinados pelos déficits em transações correntes dos EUA, que, em grande medida, têm alavancado o crescimento econômico mundial. As crescentes necessidades de financiamento norte-americanas podem afetar o financiamento das economias emergentes, caso haja uma elevação pronunciada das taxas básicas de juros do *Federal Reserve*. Adicionalmente, um ajuste externo de maior envergadura por parte da economia americana poderia alterar substancialmente o atual quadro internacional favorável.

Segundo, uma vez que o movimento de inserção externa do Brasil à economia mundial foi determinado de forma subordinada, o país continua a depender fortemente da conjuntura internacional favorável. Entretanto, historicamente, os termos de troca sempre tenderam a ser desfavoráveis aos produtos primários e manufaturados de baixo conteúdo agregado. O atual

quadro internacional constitui um período excepcional, com grandes possibilidades de não se repetir mais à frente, o que significa que a economia brasileira deve-se preparar para cenários internacionais mais desfavoráveis.

O principal objetivo desse trabalho é o de testar, por intermédio de modelos econométricos apropriados, a hipótese de que o risco-Brasil é fortemente influenciado pelos fluxos de capitais voláteis, de modo que ele se apresenta muito mais dependente de fatores exógenos do que os fundamentos domésticos. Especificamente, pretende-se igualmente evidenciar que a dinâmica dos mercados financeiros é a de que os fluxos de capitais internacionais primeiramente afetam a taxa de juros doméstica, que, por sua vez, acaba afetando o risco-país.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. A crise financeira na perspectiva keynesiana

A separação entre a propriedade e a gestão das empresas e o desenvolvimento dos mercados de capitais, ambos intrinsecamente relacionados, constituíram-se em facilitadores das atividades especulativas por parte dos agentes econômicos.

Conforme Keynes (1983) e Kaldor (1939), a especulação não diz respeito à utilização dos bens ou ativos em si, mas sim a compras motivadas somente pelas vendas futuras com expectativas de valorização.

Na medida em que os mercados organizados se desenvolvem, o risco do predomínio da especulação aumenta devido ao fato de tal desenvolvimento tender a ser acompanhado pelo aumento do grau de liquidez dos títulos negociáveis. Assim, cresce a ilusão por parte dos investidores de estarem participando de um “negócio líquido”, o que os encoraja a correr mais risco, aumentando assim o potencial de instabilidade dos mercados financeiros.

De fato, no dia seguinte ao do *crash* de 1987, quando os investidores procuraram exercer a sua “preferência pela liquidez”, tornou-se evidente que não havia fundos líquidos suficientes para que o mercado atendesse as enormes somas de dinheiro que envolviam as pesadas ordens de vendas das ações. A solução acabou vindo da intervenção do *Federal Reserve* que acabou exercendo a sua função de *lender of last resort*, fornecendo empréstimos de

última instância. A rapidez e a amplitude desses empréstimos explicariam o motivo pelo qual a crise de 1929 não se repetiu.

Minsky (1986) apresenta um arcabouço teórico mais detalhado sobre a questão da fragilidade dos sistemas financeiros contemporâneos a partir de análise comparativa da estrutura financeira americana que vigorou após o *débâcle* de 1929, com a sua crescente desregulamentação nas décadas de 70 e 80, período em que se verifica uma nítida deterioração do *equity protection*⁴ dos bancos comerciais, de 85% em 1962 para 59% em 1972, quando as inovações financeiras permitiram aos bancos alavancarem recursos adicionais.

Quanto ao grau de vulnerabilidade, Minsky (1986) distinguiu três tipos de passivos financeiros que ele denominou de *hedge finance*, *speculative finance* e *ponzi finance*. O primeiro caso ocorre quando a renda proveniente do empreendimento realizado pelo agente econômico que tomou emprestado é suficiente para pagar os juros e o principal devido no período futuro contratual.

No caso *speculative finance*, as rendas são suficientes para o pagamento dos juros devidos, mas não para a amortização do principal, no todo ou em parte, de modo que se torna necessário fazer alguma rolagem da dívida contratual. Na condição *ponzi finance*, a situação é mais dramática, uma vez que a renda não é sequer suficiente para cobrir os encargos de juros, o que constitui uma situação de inadimplência.

A robustez de um sistema financeiro depende do tamanho e da extensão da sua margem de segurança. Por conseguinte, quanto maior o peso da *speculative* e *ponzi finance*, menor é essa margem, portanto maior a fragilidade da estrutura financeira.

O *credit crunch*⁵ ocorrido no sistema financeiro dos Estados Unidos em 1996 foi a primeira vez que se verificou uma corrida sobre um instrumento financeiro desde 1929, o que induziu o *Federal Reserve* a agir como um prestador de última instância. A partir desse ano, as intervenções das autoridades monetárias americanas tornaram-se recorrentes. Desde então, tendo como referencial os Estados Unidos, ocorre uma mudança na natureza das crises do capitalismo, em que estas passam a ocorrer com mais frequência

⁴ *Equity protection* refere-se à relação do passivo entre a parte que pertence aos proprietários e as suas obrigações.

⁵ Nesse ano, houve um aperto da política monetária, o que acarretou uma corrida dos certificados de depósitos, induzindo a autoridade monetária americana a injetar dinheiro nos bancos.

e menor duração, retratando o encurtamento do ciclo econômico. Este fenômeno é identificado como decorrente de maior fragilidade da estrutura financeira das empresas e dos bancos, devido ao processo de inovação financeira, permitindo que eles adotem posições financeiras indo cada vez mais do *hedge finance* para o *speculative finance* e *ponzi finance*, e propiciando a ampliação dos espaços especulativos na economia.

Kindleberger (1996) estende o modelo de Minsky para o contexto do sistema financeiro internacional visando explicar como a crise de um país afeta o outro. Ele relacionou os elementos explicativos desse processo, entre os quais destacou os fluxos de capitais, o mercado cambial, e os movimentos de arbitragem.

De todos os fatores apontados, o último elemento vem tendo importância cada vez maior, uma vez que o processo de securitização no contexto de liberalização dos mercados tem permitido que os investidores se utilizem de forma crescente do expediente de arbitragens para aumentar seus lucros especulativos. A contrapartida desse processo, que intensifica a especulação dos mercados financeiros, tem sido a sua instabilização crescente, contribuindo para que as crises ocorram de forma recorrente.

Com relação ao papel que a especulação exerce sobre a instabilização dos mercados financeiros, podem-se apontar duas correntes diametralmente opostas em relação a essa questão: a visão monetarista e a visão pós-keynesiana, consideradas a seguir.

2.2. A visão monetarista de especulação

Antecipando as suas próprias idéias que o levaria mais tarde a ser considerado o maior expoente do monetarismo, Friedman (1953), na década de 50, já defendia a necessidade de as autoridades monetárias adotarem o regime cambial flexível. Por definição, no regime de câmbio fixo, o banco central possui a prerrogativa de obter reservas, o que lhe possibilita intervir no mercado de moedas estrangeiras. No caso do câmbio flutuante, na medida em que não há a possibilidade de ocorrer alteração nas reservas, a autoridade monetária fica impossibilitada de atuar no mercado cambial.

Nesse contexto, acredita-se que não existe a necessidade de o banco central intervir no mercado, porque admite-se que a atividade especulativa atua sempre no sentido de estabilizar a taxa de câmbio. Assim, na hipótese de haver expectativa de desvalorização do dólar, os especuladores venderiam a moeda americana, de modo a realizar ganhos especulativos com a moeda estrangeira. No caso inverso, ou seja, se prevalecer a expectativa de valorização, os especuladores comprariam dólares.

Em ambos os casos, a “arbitragem” dos especuladores contribui para tornar mais estável o preço da moeda estrangeira. Quando as autoridades monetárias procuram intervir no mercado cambial, elas acabam colocando a taxa de câmbio acima ou abaixo do mercado. Por conseguinte, a ação dos especuladores é vista como benéfica porque atua no sentido de reduzir a amplitude de flutuação das taxas de câmbio.

A teoria dos mercados eficientes, centrada na hipótese das expectativas racionais, chega a conclusões semelhantes para o mercado financeiro. Conforme assinala Belluzzo (1995), essa teoria pressupõe que todas as informações relevantes encontram-se disponíveis para todos participantes do mercado, que as usam de forma inteligente. Isto posto, na ausência de intervenção do governo, a ação racional dos investidores promoveria a melhor distribuição possível de recursos entre os diversos ativos, denominados em diferentes moedas. Assim, a abertura dos mercados financeiros é vista como benéfica principalmente para os países em desenvolvimento, uma vez que tenderia a produzir uma menor volatilidade nos preços dos ativos financeiros e, conseqüentemente, conduzir a uma situação de maior uniformização do risco entre os títulos emitidos pelos diversos países.

Essa visão não se encontra em sintonia com a atual realidade do funcionamento dos mercados financeiros, levando-se em conta que, principalmente no último quarto de século, eles têm apresentado grandes oscilações nos preços dos ativos financeiros, em função do forte processo de desregulamentação ocorrido nesse período.

Considerando-se que os preços dos ativos financeiros dependem da expectativa da taxa de juros, conforme apregoa Keynes, na perspectiva neoclássica de especulação pode-se constatar a ausência do elemento incerteza, na medida em que não se verifica, entre os especuladores, uma

divergência de opinião a cerca do comportamento do preço da preferência da liquidez. Somente dessa forma é que se pode imaginar que a atitude dos especuladores seja condizente com movimento de convergência do preço dos ativos no sentido de equilibrar os mercados financeiros e cambiais.

2.3. A visão pós-keynesiana de especulação

Uma crítica pós-keynesiana ao argumento de que a especulação contribui para estabilizar a economia pode ser encontrada em Dow e Earl (1982). Na visão monetarista, a atividade especulativa se assemelha à dos intermediários agrícolas que procuram comprar os produtos em tempo de colheita para revendê-los na entressafra quando teoricamente os preços se encontrariam mais elevados. Assim, eles mantêm estoques reguladores que contribuem para reduzir as oscilações de preços.

Pressupõe-se, entretanto, que nesse ambiente somente participem especuladores profissionais que conhecem profundamente o comportamento temporal típico dos movimentos de preços. Esse raciocínio também abstrai a descontinuidade como, por exemplo, de uma quebra de safra ou outros eventos imprevistos que venham estabelecer uma nova realidade até então desconhecida por eles. Na falta de experiência para lidar com a nova situação, a política de estoques reguladores utilizadas recorrentemente poderá não ser suficiente para realizar o ajustamento necessário entre a demanda e a oferta. Nesse caso, os preços tenderão a sair da faixa de campo de flutuação habitual. Essa maior flutuação de preços atrai especuladores não especialistas que não conhecem o mecanismo de funcionamento do mercado, cuja entrada pode se dar num momento em que os preços estiverem em pleno movimento de alta. Nessas circunstâncias, a atividade especulativa tende a amplificar a instabilidade.

A teoria de investimento utilizada é uma simplificação do esquema teórico colocado por Minsky, em que o aumento da capacidade de produção depende da confiança dos empresários no comportamento futuro da economia. Quanto maior for a expectativa com relação ao retorno dos projetos, maior deverá ser o aumento dos investimentos em geral. Até certo volume de

investimentos, eles são financiados com recursos próprios. A partir desse ponto, passam a ser financiados externamente.

Enquanto intermediários financeiros, os bancos captam do público em determinada taxa de juros e emprestam para os empresários a uma taxa maior de juros. De um lado, a curva de captação de recursos dos bancos é crescente com relação à taxa de juros, de outro, a curva da demanda por *finance* é decrescente com relação à taxa de juros; os investimentos máximos realizados na economia ocorrem no encontro dessas duas curvas. Quanto mais os investimentos se aproximam desse ponto, indicando uma posição de crescente confiança dos empresários em seus negócios, maior tende a ser a fragilidade financeira dos bancos em face de uma redução dos *spreads* bancários.

A maior confiança dos empresários em relação ao comportamento da economia pode ser fortemente afetada por um choque positivo que gere um efeito multiplicador. Assim sendo, o setor beneficiado pelo respectivo choque pode espalhar seus efeitos por outros setores que passariam igualmente a se beneficiar desse evento. Nessas circunstâncias, a expansão dos investimentos implicaria grande aumento da demanda por *finance*, que passariam a ser atendidas pelos bancos de segunda linha. Esses obteriam fundos provenientes de outros bancos ou pelo público, e estes últimos exigiriam taxas de juros mais altas.

Na medida em que se verifica um boom da economia, com amplos setores participando desse movimento, torna-se inevitável a ocorrência de gargalos nos fatores de produção, que ocorrerão de forma mais rápida, a depender da capacidade ociosa das empresas. Nessas condições, isso implicaria o surgimento do aumento de preços, o que amplia consideravelmente os movimentos especulativos em diversos segmentos da economia, notadamente em bens imóveis, *commodities* e no mercado cambial. Não somente os especuladores profissionais, mas, também, diversos outros agentes econômicos não-especialistas passam a participar desse processo, todos com a intenção de se proteger do processo inflacionário em curso.

Diversos fatores que podem contribuir para o interrompimento do boom da economia são citados, entre os quais se destacam: de um lado, o fato de que a própria especulação pode estar ocorrendo à parte dos setores beneficiados inicialmente pelo choque, e, de outro, o aumento de preços

oriundos dos mercados em que estão ocorrendo mais intensamente os movimentos especulativos; em determinado momento podem sofrer um processo de redução de preços.

Neste último caso, à semelhança do caso do mercado agrícola, em que a entrada de especuladores não-especializados acaba contribuindo para que os profissionais do ramo sejam obrigados a especular conforme discutido em Keynes, a redução de preços pode ser proveniente da venda dos bens objetos de especulação, quando eles julgam que sua valorização não deve continuar.

A redução dos preços decorrentes dos movimentos da especulação pode contaminar toda a economia, gerando a reversão dos preços em geral e da demanda por investimentos. Quando isso ocorre, dificilmente esse processo se interrompe. O resultado é que a oferta de *finance* se reduz exatamente quando existe uma confiança quase generalizada por parte do empresariado, com relação ao andamento de seus negócios. Além disso, verifica-se, por um lado, um descompasso entre as receitas e os custos financeiros das empresas, uma vez que elas devem sofrer um processo de declínio, em função da queda dos preços, enquanto que a carga da dívida não deve sofrer nenhuma alteração substancial, por força de contratos financeiros assumidos pelas empresas; de outro, a queda de preços dos bens imóveis pode dificultar o refinanciamento com os bancos, dado que eles fazem parte das garantias (colaterais) exigidas nos empréstimos.

Nesse ambiente, as políticas governamentais tornam-se oportunas: a política monetária através da ação do Banco Central, enquanto emprestador de última instância (*lender of last resort*), e a política fiscal para mitigar problemas tanto dos setores real quanto financeiro da economia.

Dessa forma, ao contrário da visão neoclássica, segundo a qual a especulação atua no sentido de aplainar as flutuações dos preços, para os keynesianos, ela pode contribuir para desestabilizar ainda mais a economia. Embora haja inúmeros fatores que atuam para evitar uma situação de extrema instabilidade, não se considera que eles sejam suficientes.

A abordagem de Minsky tinha por mira o cenário das décadas de 70 e início dos anos 80, quando os bancos ainda constituíam a principal forma de intermediação financeira. Isso, entretanto, não invalida a sua aplicação ao atual contexto de globalização financeira e de maior diversidade institucional. Ao

contrário, para os pós-keynesianos, o potencial de instabilidade pode ter aumentado, uma vez que os espaços de movimentação do capital tornaram-se mais amplos e desimpedidos.

3. RESENHA HISTÓRICA

O sistema financeiro internacional atualmente é caracterizado por uma elevada integração entre os mercados financeiros domésticos, tanto dos países avançados quanto dos países em desenvolvimentos. Na medida em que os mercados financeiros dessas nações se apresentam bastante desregulamentados, a livre movimentação dos fluxos financeiros entre as nações constitui um elemento de instabilidade da própria economia mundial. Esse quadro característico das finanças mundiais foi resultado de um longo processo de desenvolvimento, cujo início remonta às modificações ocorridas no sistema financeiro americano ao longo dos anos 60.

3.1. As etapas da globalização financeira

De acordo com Chesnais (1998b), foram três as etapas distintas do processo de mudanças ocorridas no sistema financeiro mundial. Primeira etapa, compreendida entre 1960 e 1980, caracteriza-se pela coexistência de sistemas monetários nacionais fechados com uma internacionalização financeira limitada, na medida em que se restringia aos mercados de eurodólares⁶.

⁶ Em 1958, criou-se uma *offshore* em Londres, que se constituía de um mercado interbancário de capitais registrado em dólares, motivo pelo qual passou a se chamar de eurodólares. Desde então, esse mercado não parou de crescer na Europa.

O término da Segunda Guerra Mundial exigiu dos Estados Unidos a garantia da expansão da liquidez internacional como forma de sustentar o comércio e o crescimento mundial. No primeiro momento, isso foi viabilizado através do plano Marshall e gastos militares e, em seguida, por intermédio da transnacionalização do capital privado norte-americano, fator decisivo para a formação do mercado de eurodólares no final da década de 50.

Durante a década de 60, o volume de dólares que circulava no mundo ampliou-se consideravelmente, de modo que a sua paridade com o ouro ficava cada vez mais difícil de ser sustentada. As autoridades monetárias americanas passaram a conviver com a incompatibilidade de o dólar exercer simultaneamente a função de meios de pagamento e reserva de valor internacional. A contradição acabou sendo equacionada em favor da primeira, de modo que a sua conversibilidade ao ouro passou não mais a existir (BAER et al., 1995).

Com a adoção das taxas de câmbio flexíveis em 1973, verifica-se maior movimentação dos capitais de curto prazo entre os países. Dessa forma, os controles de capitais que tinham prevalecido no pós-guerra começam a ser rompidos. Pode-se afirmar que o mercado cambial foi o primeiro segmento que passou por um processo de desregulamentação.

Os juros reais americanos situaram-se em patamares baixos nos anos 70; em alguns momentos eles estiveram até negativos, incentivando o deslocamento dos fluxos de capitais dos Estados Unidos principalmente para o velho continente, em busca de maior rentabilidade no euromercado. Além disso, devido ao choque do petróleo, os países exportadores desse produto também alocaram uma grande parte de sua poupança adicional no mercado de eurodólares. A saída para os recursos ociosos depositados nesse mercado foi o que se denominou de “reciclagem dos petrodólares”, que tomou a forma de empréstimos aos governos do Terceiro Mundo, sobretudo para a América Latina.

A segunda etapa, abrangendo o período de 1980 a 1985, é marcada pela abertura e a desregulamentação financeira, pelo processo de securitização⁷ da dívida e pela gênese das finanças diretas.

Dois fatos foram importantes para desencadear o processo dessa nova fase: ao longo dos anos 70, uma contínua deterioração das transações correntes dos Estados Unidos, oriunda de sua perda de competitividade internacional. Diante da ameaça do dólar, enquanto é sua função a reserva de valor universal, as autoridades monetárias americanas promoveram abruptamente uma forte elevação das taxas de juros no final desse período. Segundo Tavares e Melin (1997), aquela atitude unilateral do governo americano inaugura a política da “diplomacia do dólar”, que visava enquadrar os principais parceiros comerciais do país. Além disso, a política de Reagan para a retomada da hegemonia americana envolvia a redução do Estado, a desregulamentação e a política que ficou conhecida como *supply side economics*. Pretendia-se não somente reduzir o déficit público, mas também recuperar a competitividade internacional por meio de redução dos gastos públicos e da carga tributária.

Contrariamente ao esperado, a elevação dos juros contribuiu de forma decisiva para a ampliação do déficit público, devido ao aumento do custo financeiro da dívida pública, além de promover uma forte valorização do dólar, que indiretamente também acabou afetando negativamente a balança comercial. Em razão disso, os Estados Unidos começaram a experimentar déficit em suas transações correntes a partir de 1982, passando da condição de exportador para importador de capital.

Conforme indicado na Tabela 1, o déficit público ampliou-se de 3,0% para 5,2% do PIB entre 1980 e 1985. O déficit em transações correntes sai de uma situação rigorosamente de equilíbrio para um déficit de quase 3% do PIB no mesmo período. O fenômeno conhecido como déficit gêmeo é devido ao fato de que, quando um governo incorre em déficit público, o aumento associado da demanda agregada induz ao incremento das importações⁸,

⁷ A finança direta refere-se ao processo de securitização, em que os agentes econômicos (governo, empresa) entram no esquema de endividamento direto junto ao credor, sem passar pela intermediação financeira.

⁸ Conforme reza a teoria keynesiana, o aumento da demanda agregada possui um efeito positivo sobre a renda, o que tende a aumentar as importações (efeito-renda). Adicionalmente, caso os gastos públicos

contribuindo para que o país tenda a apresentar déficit em transações correntes.

Tabela 1 – Resultados das contas públicas dos Estados Unidos (% do PIB)

Discriminação	1980	1985	1990	1995
Déficit público	-3,0	-5,2	-4,3	-3,4
Transações correntes	0,1	-2,8	-1,4	-1,5

Fonte: *International Monetary Fund – IMF* (2006).

Na medida em que os Estados Unidos começou a apresentar déficits gêmeos, a partir do início da década de 80, com o peso crescente da dívida como um todo, o seu Tesouro Nacional deixou de ter condições de financiar o déficit orçamentário do país junto aos investidores domésticos. Tornava-se imperiosa a promoção da liberalização do mercado financeiro nacional para satisfazer a sua própria necessidade de financiamento (PLIHON, 1998).

As medidas tomadas a partir de 1979 foram para eliminar os controles dos movimentos de capitais que ainda prevaleciam com o exterior. Assim sendo, o sistema financeiro americano deixou de ser definitivamente fechado, passando por um intenso processo de abertura. Inicialmente, a desregulamentação e liberalização ficaram restritas aos mercados de *bonds*. Desde meados dessa década, os outros países do G-7 passaram a adotar a mesma forma de financiamento dos déficits orçamentários.

No mercado de *bonds* é onde ocorre o surgimento das finanças diretas, mantendo estrita relação com o processo de securitização da dívida. No período posterior à Primeira Guerra, esse mercado encontrava-se consolidado. Inclusive, os países em desenvolvimento possuíam acesso relativamente fácil a

sejam financiados por títulos, a decorrente elevação dos juros ao apreciar a moeda doméstica afeta os preços relativos de forma a igualmente favorecer as importações (efeito-preço).

ele. Com o advento do *crash* de 1929, muitos desses títulos acabaram entrando em *default*, o que fez ele entrar em declínio (UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD, 2001).

A partir de 1980, o mercado de *bonds* voltou a revigorar, e dessa vez envolveu um amplo processo de securitização de dívida por três motivos principais. Primeiramente, os principais países industrializados passaram a ter a necessidade de financiar os seus déficits orçamentários diretamente junto aos investidores estrangeiros, interconectando o mercado de *bonds* domésticos com o sistema financeiro internacional, o que implicou a transformação de sua dívida interna em dívida externa.

Adicionalmente, em face das elevadas taxas de juros que passaram a prevalecer a partir de 1979, houve encarecimento do crédito. As corporações perceberam que se emitissem títulos de dívidas e os negociassem no mercado internacional passariam a ter um ganho em função da eliminação do *spreads* apropriados pelos bancos, uma vez que as operações ocorriam à margem do processo de intermediação financeira (CORREA, 1995).

Por fim, além de fragilizados pela elevação dos juros, os bancos possuíam muitos ativos duvidosos referentes a empréstimos concedidos aos países em desenvolvimento. Por causa disso, estes também passaram a emitir títulos de dívida própria, lastreados nesses ativos, como forma de reforçar suas reservas e reduzir riscos.

A terceira etapa engloba o período de 1985 a 1995. Nesta, os fatos mais marcantes referem-se à ampliação da abertura dos mercados financeiros domésticos e à incorporação dos mercados emergentes ao processo de globalização.

A abertura e desregulamentação dos mercados acionários ocorreram com um pouco de atraso em relação aos mercados de bônus. Em 1986, as taxas de juros básicas americanas encontravam-se no seu mais baixo patamar desde 1979, além de se encontrarem em níveis sensivelmente menores. O mercado de ações acabou sofrendo um boom, o que acelerou o seu processo de liberalização.

A partir do começo da década de 90, verifica-se a incorporação dos mercados emergentes ao processo de globalização financeira. Nesse período, as principais economias industrializadas encontravam-se em recessão, o que

induziu a saída de seus capitais para aqueles mercados. A partir de então, os investidores internacionais passaram a investir recorrentemente nesses mercados em busca de maior valorização de suas aplicações.

3.2. As conseqüências da globalização financeira

O movimento que conduziu ao atual sistema financeiro internacional, a partir da segunda fase da globalização financeira, apresenta quatro características que estão inter-relacionadas: (1) o seu caráter desigual e hierárquico; (2) o processo de desintermediação financeira; (3) a predominância do setor financeiro sobre o setor produtivo; (4) a propensão ao risco sistêmico.

Quanto à primeira característica, a questão do caráter desigual e hierárquico, de um lado, começa com o próprio dólar que, mesmo depois do término do regime de câmbio fixo, continuou a ser o padrão de reserva internacional; de outro, tem a ver com os regimes cambiais entre os que possuem moedas fortes, onde prevalecem os regimes cambiais flutuantes, e os que detêm as demais moedas em que predomina os regimes fixo ou administrados (BRUNHOFF, 2005).

As medidas que foram tomadas conjuntamente com os governos americanos e britânicos, a partir de 1979, conformaram o atual sistema financeiro internacional. Entretanto, a elevação da taxa básica de juros dos Estados Unidos naquele ano e a subsequente valorização do dólar foram fundamentais para esse movimento na medida em que não somente restauraram a sua função de reserva de valor internacional, de modo que este continuou a ser altamente demandado, mas também tornaram os títulos americanos igualmente atrativos.

Na Tabela 2, apresentam-se indicadores do tamanho do mercado global de capitais. Nele, pode-se observar que, por um lado, somente os Estados Unidos possuem uma participação ligeiramente superior a 33%. Além disso, junto com a União Européia, eles perfazem praticamente dois terços do mercado mundial. Enquanto isso, os mercados emergentes apresentam uma diminuta participação de um pouco mais de 10%, e a parte que cabe a América Latina fica aquém de 2%.

Tabela 2 – Indicadores do mercado global de capital: 2003 (US\$ bilhões)

Regiões/países	Capitalização do mercado acionário	Dívidas securitizadas	Ativos de bancos comerciais	Total	Total (%)	Total (% PIB)
Mundo	31.202,3	51.965,1	40.627,8	123.795,2	100,0	342,3
União Européia	7.754,0	16.713,5	18.148,7	42.616,2	34,4	405,4
Reino Unido	2.460,1	2.404,1	4.000,5	8.864,7	7,2	492,9
Alemanha	1.079,0	4.046,4	2.890,1	8.015,5	6,5	332,8
França	1.237,5	2.584,7	3.495,9	7.318,2	5,9	417,2
Estados Unidos	14.266,0	21.012,7	5.700,0	40.978,7	33,1	373,0
Japão	4.904,6	8.414,8	6.218,7	19.538,1	15,8	454,2
Mercados emergentes	3.947,3	3.113,0	6.532,4	13.592,8	11,0	162,7
Ásia	2.942,8	1.725,5	4.347,0	9.015,3	7,3	232,9
América Latina	608,1	846,9	776,4	2.231,3	1,8	129,1

Fonte: *International Monetary Fund – IMF* (2004).

A dívida securitizada dos Estados Unidos (inclui bônus emitidos por governos, instituições financeiras e corporações) totalizou 21 US\$ trilhões, ou seja, 40% do total. Somente os bônus oriundos do governo americano corresponderam a 5 US\$ trilhões, perfazendo um quarto do mercado da dívida securitizada pública.

Ainda que apresentem taxas de juros baixas, a exemplo de 2003, os títulos da dívida pública norte-americana continuam sendo muito procurados, dado a sua total segurança e liquidez, o que fazem deles em tempos de choques financeiros um lugar de refúgio por excelência (CHESNAIS, 2005).

O sistema financeiro mundial mostra-se bastante desigual na medida em que os países avançados possuem uma parcela desse mercado muito superior em relação às nações emergentes. Além disso, caracteriza-se por ser fortemente hierarquizado, uma vez que o sistema financeiro americano é amplamente dominante devido à posição do dólar e ao tamanho e à diversificação do seu mercado financeiro.

Relativo à segunda característica, a questão do processo de desintermediação financeira, esse foi proveniente do movimento da securitização da dívida, uma vez que os diversos agentes econômicos (governos, corporações, bancos comerciais) passaram a emitir títulos da dívida própria diretamente nos mercados de capitais globais. Nesse sentido, os bancos deixaram de constituir as instituições dominantes, que passaram a ser

exercidas pelas organizações não financeiras (corporações, bancos de investimentos e investidores institucionais⁹). Contudo, ao promoverem a institucionalização das poupanças das famílias e empresas, os investidores institucionais tornaram-se as organizações mais decisivas da mundialização financeira. Inclusive, os grandes bancos passaram a sofrer a concorrência dessas novas instituições (CHESNAIS, 1998a).

A título de exemplificação, a Tabela 3 mostra os ativos pertencentes aos investidores institucionais norte-americanos em relação ao mercado financeiro total do país. Enquanto essas instituições possuíam cerca de 42% do total em 1980, essa participação amplia para praticamente 50% em 2004. A evolução da relação dos ativos totais dos investidores institucionais em relação ao PIB é ainda mais impressionante, ou seja, passa de 70% para quase o triplo desse percentual no mesmo período.

Segundo Farnatti (1998), quanto à estratégia de atuação, os investidores institucionais podem ser classificados em duas categorias: os que buscam maximizar o lucro no curto prazo e os que se orientam pela perspectiva do lucro a médio e longo prazo. A primeira estratégia é amplamente utilizada pelos investidores institucionais oriundos dos Estados Unidos e da Inglaterra, enquanto que a segunda é mais típica dos investidores institucionais da Alemanha e do Japão.

Essa distinção fica clara na forma diferenciada com que os fundos de pensão administram seus portfólios. Enquanto os últimos apresentam em seus ativos uma participação relativamente elevada de empréstimos, inspirados no papel dos bancos no financiamento da indústria, os oriundos dos Estados Unidos e Reino Unido não alocam nada nesse segmento. Porém, esses concentram seus recursos basicamente em bônus e, principalmente, em ações.

⁹ Os investidores institucionais são constituídos pelas seguintes instituições: fundos de pensão, fundos de investimento, seguradoras e fundações.

Tabela 3 – Ativos dos investidores institucionais dos EUA: 1980-2004 (US\$ bilhões/estoque: em fim de período)

Ativos	1980	1985	1990	1995	2000	2004 (1.º trim.)
Companhias de seguro	646,3	1.094,7	1.884,9	2.803,9	3.997,7	4.917,3
Companhias de investimento	146,1	496,6	1.154,6	2.728,4	6.454,9	7.238,5
Fundos de pensão	709,6	1.625,0	2.435,1	4.226,7	7.511,1	7.514,7
Outras	444,9	707,1	1.097,6	1.480,5	2.267,8	2.219,9
Total	1.946,9	3.923,4	6.572,2	11.239,5	20.231,5	21.890,4
Memorandum						
Ativo total/investidor institucional	41,6	43,9	47,7	51,6	52,5	49,6
Ativo investidor institucional/PIB	69,6	93,1	113,3	151,9	206,1	191,0

Fonte: *Federal Reserve of the United States – FRUS* (2004).

A razão dessa forma de atuar é clara. Ao contrário do crédito, a forma securitizada permite duas vantagens: serve não somente como uma aplicação, mas também mantém em carteira um ativo altamente líquido; e favorece igualmente a especulação, que pode ser altamente vantajosa.

A estratégia dos investidores institucionais, principalmente americanos e britânicos, consiste em diluir suas participações acionárias, com o intuito de manter certa regularidade dos seus ganhos. Caso determinada participação não esteja apresentando os lucros esperados, então se torna fácil retirar-se do negócio e realocar em outro considerado mais conveniente.

Por fim, em momentos de pânico financeiro, os investidores institucionais costumam encontrar refúgio em aplicações mais seguras, normalmente os títulos do tesouro americano, movimento denominado pelo mercado de *flight to quality*. Por conseguinte, o comportamento dos investidores institucionais contribui para instabilizar os mercados financeiros, uma vez que em situações de turbulência eles acabam promovendo a fuga de capitais.

A terceira característica constitui-se da predominância do setor financeiro sobre o setor produtivo. O aumento da participação do mercado de capitais no financiamento das corporações, especialmente as norte-americanas, induziu maior participação dos investidores institucionais na administração das empresas, de forma que, devido a sua estratégia de diluição

na participação do capital, eles participem na condição de acionistas minoritários.

Com a ingerência cada vez maior daquelas instituições sobre as corporações, uma nova filosofia iniciada nos Estados Unidos foi sendo gestada e, posteriormente, difundida para as demais empresas de outros países, ainda que com variantes no modelo de gerenciamento. Trata-se do que tem sido denominado de *corporate governance*, que, na definição de Braga (2004), refere-se ao padrão das relações dos acionistas com as corporações, levando-se em conta a separação entre a propriedade e a gestão. Trata-se do arcabouço institucional e legal que se estabelece nas relações entre os executivos e acionistas, que envolve a definição do papel dos executivos e do conselho administrativo, o exercício do direito de voto dos acionistas, o pagamento dos dividendos, as relações com o mercado de crédito e de capitais, etc.

De acordo com Plihon (2005)¹⁰, embora na condição de acionistas minoritários, os investidores institucionais exercem influência preponderante sobre a gestão das empresas, utilizando-se de dois princípios básicos do *corporate governance*, intrinsecamente interligados, a saber: 1) as empresas devem estar organizadas de sorte que o controle externo possa ser exercido de forma plena; 2) o objetivo da empresa deve ser a maximização do valor do patrimônio dos acionistas.

No primeiro caso, os acionistas minoritários impõem controle externo dos administradores das empresas através da oferta de aquisição hostil¹¹, caso em que o desempenho da empresa fica atrelado aos seus interesses de maximizar sua riqueza através da valorização de suas ações. No segundo caso, requer uma forma peculiar de gerenciamento das empresas, que contempla três aspectos fundamentais: terceirização da produção, visando alocar recursos somente nos segmentos mais rentáveis de uma mesma cadeia produtiva; recentralização da produção, em que se procura se desfazer das atividades menos rentáveis entre as diversas cadeias produtivas, tendo

¹⁰ Embora o autor não comente nada a respeito, o princípio do controle externo é muito enfatizado principalmente no modelo de gerenciamento das corporações americanas.

¹¹ Oferta de aquisição hostil diz respeito ao direito do acionista vender ações a um outro grupo econômico, sem aprovação prévia dos dirigentes, o que pode colocar em risco os empregos dos administradores.

como parâmetro as normas internacionais (*benchmark*); recompra das ações através das operações de *stock-options*¹², como forma de incentivar os dirigentes a procurar aumentar o valor delas, para benefício dos acionistas. Uma das maneiras preferidas dos administradores para conseguir esse resultado é através da fusão e aquisição de empresas.

Esse novo conceito empresarial tem como objetivo fundamental o aumento dos dividendos distribuídos aos acionistas. A recompra de ações constitui um exemplo evidente nesse sentido. Entretanto, tem como consequência a diminuição de recursos para a realização de novos investimentos, especialmente os de prazo mais longo e priorização das atividades especulativas em detrimento das produtivas.

No início da década de 80, os grandes grupos empresariais começaram a fazer uma gestão de caixa centralizada, como forma de potencializar suas atuações nos mercados financeiros internacionais. Paulatinamente influenciadas pelos princípios do *corporate governance*, essas empresas acabaram funcionando como centro de lucros¹³, vistas pelos acionistas como um ativo financeiro, ou seja, as atividades empresariais que não estão correspondendo com a rentabilidade esperada são vendidas ou terceirizadas. Nesse sentido, foram desenvolvendo um comportamento crescentemente especulativo (SERFATI, 1998).

A Tabela 4 mostra a evolução dos ativos financeiros vis-à-vis, os ativos totais das empresas americanas. A participação relativa dos ativos financeiros salta de 28% em 1980 para 52% em 2004, evidenciando o predomínio das atividades financeiras sobre o setor produtivo.

¹² As *stock-options* constituem um meio de remunerar os dirigentes em que lhes são oferecidas possibilidades de recomprar, em data futura, as ações da própria empresa a um preço fixado no momento da assinatura do contrato.

¹³ Centro de lucros é a compartimentalização das diversas atividades de um grupo econômico em unidades negociais de lucro, que envolve não somente as diversas cadeias produtivas, mas, também, na mesma cadeia produtiva. Desse modo, isso facilita a tomada de decisão das unidades que vão ser vendidas ou terceirizadas.

Tabela 4 – Ativo dos balanços das empresas americanas: 1980-2004 (US\$ bilhões)

Discriminação	1980	1985	1990	2000	2004 (1.º trim.)
Ativo	5.159,9	7.475,6	9.754,5	18.870,1	20.565,3
Tangíveis	3.716,8	5.011,0	6.179,1	9.097,6	9.879,5
Financeiros	1.443,0	2.464,6	3.575,5	9.772,5	10.685,8
Memorandum					
Financeiro/ativo	28,0	33,0	36,7	51,8	52,0

Fonte: *Federal Reserve of the United States – FRUS (2004)*.

Nesse sentido, as atuações tanto dos investidores institucionais quanto das corporações foram empreendidas no sentido de potencializar as atividades especulativas. Por conseguinte, ambos contribuem para instabilizar ainda mais o sistema financeiro internacional.

A última característica concentra-se no aspecto de sua propensão ao risco sistêmico. A partir de meados da década de 80, o sistema financeiro internacional vai assistir a uma sucessão de crises financeiras. Em ordem cronológica, verifica-se: o *crash* da bolsa de valores em 1987 e dos mercados imobiliários em 1989; o colapso da bolsa de Tóquio em 1990; os ataques às moedas fracas do Sistema Monetário Europeu (SME) em 1992/93; a crise mexicana em 1995; as crises asiáticas de 1997; e a russa em 1998.

Diferentemente da crise clássica, cujo exemplo mais significativo foi a crise da bolsa de valores norte-americana no final dos anos 20, de baixa frequência e de longa duração, as crises ocorridas nas segunda e terceira etapas da globalização se caracterizaram pela alta frequência e pela curta duração cíclica.

O *crash* da bolsa de Nova York, em 1987, como sempre, foi precedido por um processo de valorização acionária. No dia 19 de outubro de 1987, o *Fidelity*, primeiro fundo mútuo de investimento norte-americano se desfez, de uma única vez, de um pacote de ações estimadas em 1 US\$ bilhão. No mesmo dia, o mercado despencou 22,6% sob uma avalanche de ordem de venda que

atingiu um volume de mais de 600 milhões de títulos num só dia, com impactos nas principais bolsas dos países centrais.

A crise mexicana de 1994 ocorreu quando o país já havia promovido uma grande abertura financeira para o exterior. O país passou por forte elevação do déficit em transações correntes, passando de US\$ 14,9 bilhões em 1991 para US\$ 23,3 bilhões em 1993, que vinha sendo integralmente financiada por bônus do tesouro (tesobonos¹⁴). Em 1994, com a crescente elevação da taxa básica de juros americana, como forma de reverter a desvalorização do dólar, que perdurava desde 1985, parte dos capitais americanos começou a se repatriar para o seu país de origem, dificultando o financiamento do déficit externo do México. Em dezembro do mesmo ano, as autoridades monetárias mexicanas resolveram promover uma substancial desvalorização da moeda, o que acabou precipitando uma fuga em massa dos recursos estrangeiros para fora do país. A crise não teve proporções maiores porque a administração Clinton, à revelia do Congresso, utilizou-se de um fundo de estabilização para injetar US\$ 50 bilhões na economia mexicana.

Também a crise asiática de 1997 tem como substrato igualmente um sistema financeiro doméstico inteiramente integrado com os mercados externos. Como as economias do Sudeste Asiático vinham experimentando uma forte taxa de crescimento, esses países cada vez mais buscaram recursos no mercado interbancário¹⁵. Na medida em que os déficits em conta corrente foram se avolumando, a maturidade desses empréstimos foi se encurtando. Nos meses de julho e agosto daquele ano, várias economias da região vinham tendo dificuldades de rolar seus débitos. Em 17 de outubro, Taiwan desvalorizou sua moeda em 10%, provocando uma crise de proporções mundiais, em que até as bolsas dos países centrais foram afetadas. A sua repercussão sobre a América Latina foi bem maior do que a crise anterior.

O *crash* de 1987 inaugura a primeira grande crise da segunda etapa da globalização financeira. Os eventos que o sucederam nessa fase ficaram basicamente restritos aos países industrializados. A partir da crise mexicana, os abalos financeiros tenderam a possuir uma amplitude cada vez maior, principalmente para os mercados emergentes. Na terceira fase da

¹⁴ Tesobonos são títulos públicos subscritos em dólares.

¹⁵ Empréstimos de bancos estrangeiros a bancos domésticos.

globalização, quando ocorre a incorporação dos países emergentes a esse movimento, a maior integração dos mercados criou as condições para que o sistema financeiro internacional apresentasse um quadro potencial de risco sistêmico, ou seja, a possibilidade da crise se generalizar para diversos países.

Duas características do atual sistema financeiro internacional são particularmente importantes para os países em desenvolvimento na ótica de Baer (1993). De um lado, existe um volume de capitais especulativos, altamente voláteis, ávidos por aplicações mais rentáveis nos mercados emergentes. De outro, a securitização da dívida ao permitir maior flexibilidade dos ativos financeiros tornou mais fácil e menos arriscado o processo de fuga de capitais.

3.3. Os modelos de crises monetárias

As crises do ERM¹⁶ de 1992/93, tanto quanto as crises do México e da Ásia, tiveram em comum o fato de difundirem-se para outras economias, ainda que a primeira tenha ficado fundamentalmente no âmbito da Europa. Elas inauguram o problema do contágio, em que se refere à possibilidade de haver o efeito *spillovers* (transbordamento) do mercado financeiro.

O *World Economic Outlook* (IMF, 1999) define crises monetárias como o episódio no qual um país sofre uma substancial desvalorização nominal de sua moeda. Admite, porém, que esse conceito, em vez de ficar somente no contexto do mercado cambial, pode ser ampliado para incluir pressões no mercado financeiro, a exemplo de uma fuga de capital em larga escala. Contudo, os modelos das crises monetárias limitaram-se ao conceito mais restrito, colocando-se na condição de circunscrever suas análises na própria economia. Os modelos das crises monetárias foram classificados em duas categorias: os de primeira-geração, que procuraram identificar a crise como fruto de uma deterioração dos fundamentos (déficits fiscais) de um determinado país, e os de segunda-geração, que os relacionam ao resultado de ataques especulativos auto-realizadores (*self-fulfilling speculative attacks*).

¹⁶ ERM trata-se do *Exchange Rate Mechanism*, em que permite que as moedas dos países europeus flutuem dentro de uma banda.

Os modelos de primeira-geração (SALANT; HENDERSON, 1978; KRUGMAN, 1979; FLOOD; GARBER, 1984) procuraram descrever os eventos ocorridos nos países em desenvolvimento, particularmente no México (1973-1982) e na Argentina (1978-1981). E os de segunda-geração (FLOOD; GARBER, 1984; OBTSFELD, 1986; CALVO, 1988) foram designados para capturar as características apresentadas nos ataques especulativos ocorridos na Europa e no México na primeira década de 90 (FLOOD; MARION, 1998).

O primeiro caso encaixa-se na situação de um país que recorre persistentemente à monetização de déficits fiscais em paralelo com o firme propósito de manter o câmbio fixo em termos nominais. Tendo em vista o impacto inflacionário resultante, o compromisso da autoridade monetária de manter o valor da moeda doméstica inalterada, levaria à apreciação cambial fazendo com que as reservas internacionais fossem erodidas ao longo do tempo. Em determinado momento, quando elas chegassem a determinado nível crítico, a moeda doméstica sofreria um ataque especulativo (KRUGMAN, 1979).

Esse modelo possui um viés neoclássico, na medida em que não contempla a questão das expectativas, de modo que a especulação não exerce nenhum papel importante para a explicação do surgimento da crise monetária, ou seja, o ataque especulativo é apenas uma mera formalidade, cujo evento deve acontecer com certeza em algum momento futuro próximo.

As crises monetárias ocorridas na década de 90, especialmente a da ERM de 1992/93, vieram desmistificar a visão de que teria sido decorrente de indisciplinas fiscal e monetária. A decisão de abandonar a taxa de câmbio fixa não teria sido proveniente da exaustão das reservas internacionais.

Os modelos de segunda-geração procuraram exatamente se adequar a essa nova realidade. Consideram que os governos se defrontam com equilíbrios múltiplos, ou seja, verifica-se um *trade-off* entre a perspectiva de se manter um regime de câmbio fixo com outros objetivos (OBTSFELD, 1994), que poderiam ser, por exemplo, a redução da taxas de juros ou de desemprego. Quanto maior for a relação da dívida pública/PIB, ou no caso de o elevado patamar das taxas de juros estarem inibindo o crescimento, os governos teoricamente estariam menos propensos a manter o compromisso de não alterar o valor da moeda doméstica. Caso os participantes do mercado

estejam convencidos disso, o ataque especulativo seria desencadeado, tornando uma crise monetária auto-realizadora.

Dessa forma, no modelo de segunda geração, a expectativa passa a exercer um papel importante no seu escopo teórico, de maneira que a especulação torna-se parte integrante da explicação da crise monetária, contudo, o viés neoclássico continua, uma vez que, a exemplo do modelo de primeira geração, o fato determinante da crise é o déficit público, o que indiretamente constitui uma maneira de responsabilizar o Estado. Os modelos das crises monetárias não contemplam os movimentos especulativos dos mercados financeiros, que constituem uma característica fundamental do capitalismo contemporâneo, decorrente de sua ampla desregulamentação, que deveria se encontrar no epicentro de explicação de qualquer crise atual.

3.4. Os modelos de crises financeiras

Os modelos tradicionais não foram capazes de captar adequadamente os fatos estilizados das sucessivas crises que vigoraram ao longo da década de 90. Elas não teriam sido somente determinadas por crises monetárias, mas, sobretudo, por elementos que conformam uma crise financeira, na medida em que deveriam considerar, em suas análises, a questão da entrada expressiva e abrupta de capitais para determinado país e seus efeitos sobre os preços dos ativos da economia, levando-se em conta a possibilidade de haver fuga de capitais, entre outros aspectos.

Abaixo se apresentam alguns dos principais modelos de crise financeira, que, de alguma forma, procuraram incorporar os novos fatos característicos do funcionamento do atual sistema financeiro internacional.

Dooley (1997) constitui uma tentativa de avançar o modelo de primeira geração na medida em que este não teria levado em conta as entradas de capitais que precederam as crises e fizeram parte da seqüência do ataque especulativo contra as reservas do governo.

Ao contrário do modelo de Krugman (1979), em que o conflito consistia entre manter a taxa de câmbio fixa diante de uma política fiscal expansionista financiada por emissão de moeda, no modelo de Dooley, o compromisso é o de reter reservas internacionais (*insurance fund*) como forma de auto-seguro, na

quantidade suficiente para garantir as aplicações dos investidores estrangeiros na economia doméstica (obrigações contingentes).

A restrição ao crédito externo induz o governo a elevar a taxa de juros, gerando um diferencial que induz uma entrada de capital como contrapartida da venda de obrigações dos residentes para os investidores estrangeiros. Enquanto estes estiverem ganhando acima da taxa de juros internacionais, não há razão para que eles retirem suas aplicações no país em questão. Porém, se o diferencial cai para zero, os investidores vão exigir a opção das obrigações asseguradas. Tendo em vista o acordo do governo de manter ativos estrangeiros iguais às suas obrigações contingentes, o resultado é o esgotamento das reservas internacionais.

Uma vez exauridas as reservas, elas não podem mais ajudar a estabilizar a taxa de câmbio. Nessas circunstâncias, a economia fica bastante vulnerável, de modo que qualquer choque pode ser suficiente para obrigar o governo a desvalorizar o câmbio.

As linhas de crédito do FMI têm sido disponibilizadas para muitos países em desenvolvimento. Tais linhas de crédito passam a integrar o *insurance fund*. Na ótica do autor, essas fontes de recursos ajudariam a explicar o porquê de a crise poder ser contagiosa.

O modelo de Dooley sofre do mesmo problema do modelo de primeira-geração, ou seja, da ausência da expectativa, fazendo com que a especulação não tenha nenhum papel explicativo a desempenhar. Contudo, possui uma grande vantagem que é a introdução dos fluxos financeiros em sua análise, permitindo tentar explicar uma importante característica das crises atuais, que diz respeito ao fato de que elas tendem a ser contagiosas.

Calvo e Mendonza (1997) levaram em conta no seu modelo o comportamento de manada dos agentes econômicos, na medida em que eles seguem o portfólio ótimo do mercado. A razão alegada para esse comportamento encontra-se no fato de que a avaliação dos fundamentos¹⁷ de economia em que se encontram as suas aplicações custa tempo e dinheiro.

¹⁷ Embora os autores não especificuem o que eles entendem por “fundamentos”, consideram que os *ratings* dos países industrializados são estáveis, enquanto que os *ratings* dos países em desenvolvimentos são muito instáveis. Alegam que, nesses países, verificam-se amplos ajustamentos da média e variância dos ativos, de modo que o mercado de ações não informa muito sobre o seu retorno futuro, tornando-se caro o seu acompanhamento.

Além disso, o colapso da moeda envolve grandes perdas para os detentores de títulos, enquanto que o portfólio do mercado já possui todas as informações relevantes.

Isso teria acontecido, por exemplo, no caso da crise do México em que os investidores internacionais teriam corrido para os mercados da Argentina e Brasil, retirando suas aplicações nesses mercados, considerando que eles seriam os próximos a serem afetados. Assim sendo, verifica-se o efeito-contágio em que o comportamento dos investidores de promover fuga de capital de determinada economia é repetido em outros países, em função desses mercados emergentes serem vistos como semelhantes por esses agentes econômicos.

Nesse caso, o modelo comporta a visão de Keynes com relação à especulação, de uma forma mais radical, em que os agentes econômicos são impelidos, em determinados momentos, a formar uma mesma opinião sobre a tendência dos preços dos ativos financeiros. Entretanto, esse fato ocorre em decorrência do reconhecimento do peso que a decisão dos grandes investidores institucionais possui sobre o comportamento dos mercados financeiros. O modelo de Calvo e Mendonza apresentam uma justificativa melhor do que o modelo de Dooley, referente à explicação do porque as crises atuais costumam ser contagiosas.

Krugman (1998) procurou explicar especificamente o acontecido na crise asiática. Segundo ele, as teorias das crises monetárias convencionais se ativeram exclusivamente sobre a perspectiva das políticas cambiais e monetárias, deixando de lado os preços dos ativos. Reconhece que a crise asiática, por um lado, diferia do modelo de primeira-geração, uma vez que o déficit público não foi uma questão relevante dentro das economias da referida região. De outro, também não se tratava da “tentação” macroeconômica apregoada pelo modelo da segunda geração.

As instituições financeiras tiveram um papel central, pois, com relação às suas obrigações, havia uma percepção por parte dos agentes econômicos de que havia implicitamente uma garantia do governo. Esse sentimento era reforçado pelas relações que os donos dessas instituições possuíam com o poder estabelecido nos seus respectivos países.

Com garantias implícitas, o governo teria colocado o problema do moral *hazard*¹⁸ (risco moral) para essas economias. Assim sendo, os bancos estrangeiros começaram a emprestar maciçamente as instituições financeiras domésticas, o que desencadeou um processo de risco excessivo. Isso permitiu que houvesse uma inflação não de bens, mas de preço dos ativos dessas economias, que passaram a sofrer uma trajetória de elevação de preços.

Dessa forma, parecia que os intermediários financeiros estavam em situação bem mais saudáveis do que efetivamente se encontravam. A insustentabilidade indefinida desse processo, com a subsequente queda dos preços, explicaria ao mesmo tempo a severidade do colapso, as crises de profecia auto-realizadoras e o efeito contágio.

A visão de Krugman constitui um avanço em relação aos demais modelos precedentes, uma vez que leva em conta o preço dos ativos para o corpo teórico de seu modelo, aproximando mais da abordagem de Minsky, que constitui uma valiosa contribuição para o entendimento da instabilidade que reina nos mercados financeiros contemporâneos.

Radalet e Sachs (1998) ressaltaram que, no cerne da crise financeira asiática, encontravam-se os vigorosos fluxos de entrada de capital atraídos para a região durante os anos 90. Nesse período, essas economias apresentavam elevadas taxas de crescimento. Além disso, as baixas taxas de juros que prevaleciam nos Estados Unidos e Japão favoreciam maiores investimentos para aqueles países, principalmente o Sudeste da Ásia. Adicionalmente, como as taxas de câmbio estavam atreladas ao dólar, a sua previsibilidade encorajava ainda mais a entrada de capitais.

A liberalização financeira ocorrida no final dos anos 80 e início da década de 90 possibilitou às instituições bancárias canalizarem recursos do exterior para empreendimentos domésticos. Uma vez que nesse período houve uma intensa atividade especulativa, particularmente imobiliária, tornaram-se comuns os empréstimos interbancários de curto prazo.

¹⁸ Risco moral diz respeito à impossibilidade de uma das partes do contrato monitorar todas as ações tomadas pela outra parte. O exemplo clássico é o mercado de seguros, em que a parte assegurada acaba influenciando a probabilidade da ocorrência do evento. No caso das economias asiática, anterior ao advento da crise de 1997, as garantias implícitas fizeram com que os bancos estrangeiros incorressem em empréstimos elevados junto a essas economias.

Considerando que as exportações acabaram não evidenciando uma trajetória de crescimento esperada, verificou-se uma nítida deterioração da relação dívida de curto prazo e reservas internacionais. Os autores consideravam os países em questão perfeitamente solventes no longo prazo. O problema foi que os credores em determinado momento entraram em pânico, típico do movimento de manada, deixando de rolar suas dívidas. Caso tivessem optado por uma negociação de reescalonamento de suas dívidas, as crises seriam perfeitamente abortadas.

A análise de Radalet e Sachs também contempla uma perspectiva minskyana na medida em que discute a questão especulativa nos mercados financeiros. Adicionalmente, desloca o foco do fundamento, do déficit público para a solvabilidade externa, pela fragilidade financeira externa.

Todos os modelos anteriormente discutidos, mesmo os que se aproximam mais da abordagem de Minsky, não conseguem introjetar em suas análises a questão de que a atual instabilidade dos mercados financeiros possui um caráter intrínseco ao modo de funcionamento do capitalismo contemporâneo, dada a forma como ele está institucionalmente organizado.

De acordo com Cunha e Prates (2003), os novos modelos de crise financeira teriam inspirado os organismos internacionais a tomarem a iniciativa de formular uma reforma na arquitetura financeira internacional. Essas ações estariam concentradas basicamente em três aspectos: primeiro, corrigir as falhas de mercado no âmbito do FMI, a partir da promoção da transparência e da *accountability*; segundo, sob supervisão dos BIS, que, através da *new capital adequacy framework*, procura evitar a excessiva tomada de risco por parte dos bancos internacionais; terceira, também no contexto do FMI, a redefinição de novas linhas de crédito, a *Contingent Credit Lines* (CCL), pensada exclusivamente para países com situação macroeconômica saudável, mas que enfrentam problemas de efeito-contágio.

Segundo esses autores, aquelas “blindagens institucionais” visavam reduzir o risco-país dos mercados emergentes, que sofreram grandes elevações em seu patamar duramente o período 1997/98, quando prevaleceram as crises asiática e russa de forma a continuar mantendo o ambiente de liberalização plena das finanças internacionais. Na realidade, essas reformas estiveram restritas ao “melhor” funcionamento, o que não

conceitua formas de regulação, através de instituições multilaterais, a exemplo do que ocorreu com o padrão dólar – ouro determinado em Bretton Woods.

4. A INSERÇÃO EXTERNA

A partir da década de 80, o capitalismo mundial inicia uma trajetória de crescente integração dos mercados, formalizado pela expansão extraordinária dos fluxos internacionais de bens, serviços e de capitais. Isso significa que a globalização envolveu um processo de integração em duas dimensões distintas, porém intrinsecamente interligadas, referentes às esferas financeira e comercial.

Na medida em que praticamente todos os países foram de alguma forma envolvida por este movimento, isso significa que, para se compreender a forma como determinado país se inseriu nesse contexto, torna-se necessário fazer uma análise sobre essas duas dimensões. A maneira como o Brasil realizou sua inserção externa é fundamental para a compreensão do comportamento do risco-Brasil, uma vez que é no contexto das relações internacionais que ele é determinado.

4.1. Inserção financeira

De modo geral, os mercados domésticos dos países em desenvolvimento ingressaram no processo de globalização financeira, a partir do começo da década de 90. Contudo, a inserção ao sistema financeiro internacional ocorre de forma diferenciada entre os países asiáticos e latino-

americanos. A origem dessa diferenciação remonta ao acordo de Plaza¹⁹, em 1985.

Segundo Jaspersen (1997), a Ásia e a América Latina adotaram estratégias de desenvolvimento semelhantes no pós-guerra, baseadas no modelo de substituição de importações. A diferenciação teria ocorrido na forma como ambas lidaram com os choques do petróleo na década de 70 e extensiva à década de 80.

A Ásia teria reorientado seu modelo de crescimento para fora, o que lhes teria permitido expandir suas exportações mais rapidamente que a produção doméstica. Por seu turno, a América Latina teria dado continuidade ao processo de substituição de importações, dando ênfase na restrição de importações e incremento de tarifas.

De acordo com Coutinho e Belluzzo (1996), o processo de industrialização orientado pela substituição de importações na América Latina já não atendia mais o seu potencial dinâmico na segunda metade da década de 70. Contudo, a ruptura do fluxo de financiamento externo para a região, ocorrida no início dos anos 80, teria representado um fator de sobrevivência desse modelo, na medida em que a crise cambial advinda dessa interrupção de fluxos externos teria obrigado os governos a implementar políticas visando substituir importações para obter divisas necessárias para o pagamento do serviço da dívida. Por conseguinte, como contrapartida, teria havido um processo de fechamento da economia, má alocação de recursos e baixa produtividade da indústria.

Na ótica de Medeiros (1997), o acordo de Plaza, ao determinar acentuada valorização do iene, desencadeou um deslocamento da indústria do Japão para outros países asiáticos. A tentativa dos empresários japoneses de contornar os efeitos negativos da apreciação da moeda doméstica, para o escoamento de sua produção para o exterior, transformou estes países em verdadeiras plataformas de exportação.

¹⁹ O acordo de Plaza ocorreu em setembro de 1985, no âmbito das reuniões de coordenação das políticas macroeconômicas do G-7, sob o comando dos Estados Unidos. A decisão a cerca da desvalorização do dólar, na medida em que visava enquadrar os principais parceiros comerciais dos Estados Unidos, em face da acirrada concorrência que eles estavam impondo ao país, representou a continuidade da própria política de reafirmação da hegemonia americana, iniciada com a elevação das taxas de juros em fins de 1979.

Posteriormente, com as moedas dos chamados *Newly Industrializing Countries* – NICs (Coréia, Taiwan, Cingapura e Hong-Kong) valorizadas e com o término do tratamento preferencial dispensado pelos Estados Unidos, no final da década, verificou-se, de forma semelhante ao caso anterior, deslocamento e subcontratação da produção desses países para o grupo denominado de *Association of Southeast Asian Nations* – ASEAN-4 (Tailândia, Malásia, Indonésia e Filipinas).

Verifica-se assim um duplo movimento: a região transforma-se em exportadora de produtos manufaturados baratos para os países industrializados, principalmente para os Estados Unidos; transforma-se em plataforma de exportação de produtos manufaturados elaborados e de bens de capital japoneses.

Dessa forma, esse processo foi norteador de um comércio intra-regional bastante dinâmico, permitindo a região desfrutar de taxas elevadas de crescimento, o que contribuiu para dar um contorno específico à inserção da Ásia na economia mundial, inclusive na área financeira. Desse modo, foi possível existir uma complementaridade com as economias desenvolvidas, ou seja, estabeleceu-se na região um comércio em que os países pertencentes aos grupos NICs e ASEAN-4 detinham déficits com o Japão, sendo que eles contrabalançaram esse resultado negativo com superávits junto aos países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico – OCDE (CARNEIRO, 2002).

No caso da América Latina, após uma década alijada dos fluxos mundiais de capitais, o retorno à liquidez internacional não foi condição suficiente para o continente voltar a apresentar altas taxas de crescimento sustentadas.

O acesso ao ingresso de capitais externos teve como contrapartida a ocorrência simultânea da abertura comercial e financeira. Diferentemente do caso asiático, os Estados Unidos não deslocaram suas indústrias para a região de forma a iniciar um processo de dinamização do comércio intra-regional. Pelo contrário, muitas empresas americanas se deslocaram para o Sudeste Asiático. Por conseguinte, em vez de receber maciçamente investimentos diretos estrangeiros, a região passou a ser receptora de investimentos de portfólios.

Durante a década de 80, em face ao estrangulamento externo, experimentados pelos países da América Latina, estes procuraram exportar, sobretudo para os Estados Unidos, para fazer face às suas obrigações externas. A crise cambial não permitiu que suas economias aumentassem muito suas importações, de modo que elas não tiveram a oportunidade de obter bens de capital dos Estados Unidos. Na década seguinte, com a volta da liquidez internacional e o retorno da América Latina ao acesso ao mercado de capitais internacionais, os Estados Unidos aproveitaram a ocasião para ampliar suas exportações para a região.

Dessa forma, a América Latina não sofreu uma dinamização de sua economia regional, a exemplo do que ocorreu com a Ásia, na medida em que não foi possível haver um processo de complementaridade com as economias desenvolvidas.

4.1.1. Breve retrospectiva

A integração financeira não constitui um fenômeno exclusivo da era da globalização financeira recente. Na realidade, ela remonta ao período do padrão ouro. Desde então, podem-se vislumbrar quatro fases distintas com maior ou menor intensidade da mobilidade de capital, a depender da especificidade do momento histórico. A primeira fase, 1880-1913, do padrão ouro clássico; a segunda fase, 1919-1939, no período entre guerras; a terceira fase, 1945-1974, que vai do pós-guerra até o primeiro choque do petróleo; e a última fase 1974-2006, que envolve o desenvolvimento do mercado dos eurodólares até hoje.

Na primeira fase (1880-1913), a cláusula de escape e as regras monetárias robustas constituíram mecanismo que possibilitou o êxito do padrão-ouro. O primeiro implicava a suspensão temporária da conversibilidade ao ouro com o comprometimento da restauração da paridade depois da crise. O último, a reputação com o compromisso das autoridades monetárias com a defesa da taxa de câmbio, ainda que fosse necessária a elevação das taxas de juros. Esses dois mecanismos permitiriam que houvesse a completa ausência de controles de capitais no período (EICHENGREEN, 1995).

Na segunda fase (1919-1939), os controles de capitais começaram a ser estabelecidos inicialmente pela contingência da Primeira Guerra Mundial. A partir da crise de 1929, decorrente da ampla recessão que houve nos países centrais, as desvalorizações cambiais foram intensamente utilizadas para a proteção dos seus mercados domésticos, o que acabaria reforçando a necessidade dos controles de capitais. Por todos esses fatores, acabou se transformando no período de menor mobilidade de capital.

Na terceira fase (1945-1970), verificou-se um processo de internacionalização do capital, a partir das empresas oriundas dos Estados Unidos que se instalaram na Europa, com o intuito de contornar barreiras alfandegárias nos anos 50. Na década seguinte, esse movimento foi acompanhado pelos bancos, cuja intenção inicial era fornecer suporte para as empresas norte-americanas, fato esse que vai propiciar o surgimento do incipiente mercado do eurodólar.

Esta fase caracterizou-se por uma mobilidade de capitais restrita na medida em que se circunscreveu aos países desenvolvidos, particularmente entre a Europa e os Estados Unidos. Esse quadro muda radicalmente na fase seguinte, quando ocorre a inserção financeira dos países em desenvolvimento como um todo.

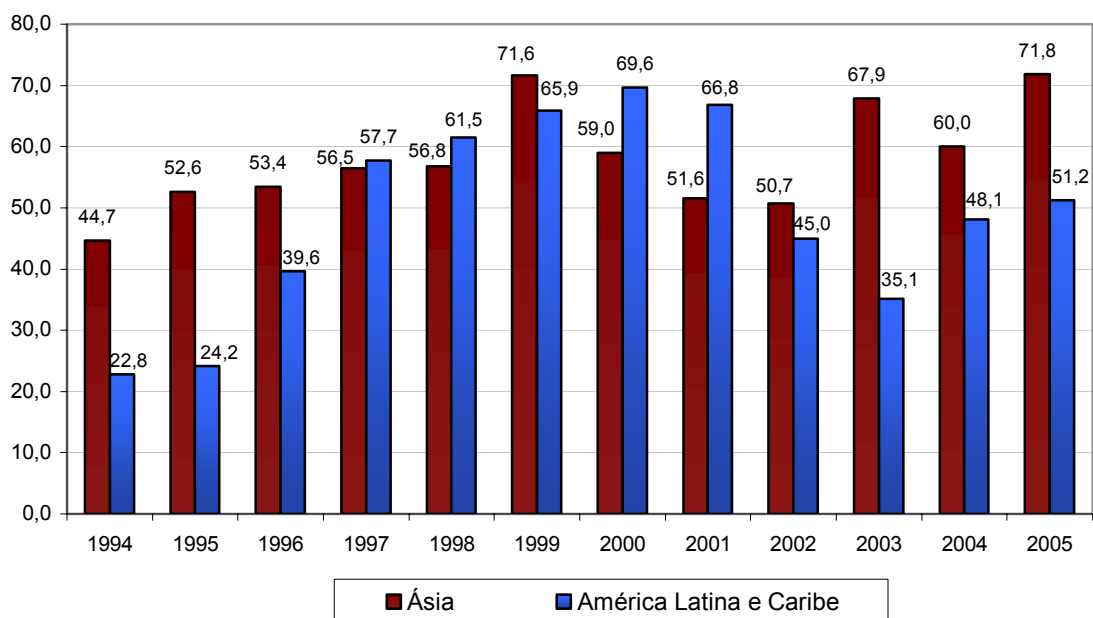
A última fase pode ser dividida em dois subperíodos distintos: o período compreendido entre 1970-1982, e o segundo que se inicia após 1990. Na primeira fase, a reciclagem dos petrodólares permitiu um amplo financiamento do balanço de pagamentos dos países em desenvolvimento. Esse período caracterizou-se por financiamento privado externo sob a forma de empréstimos bancários. Esse tipo de financiamento constituiu a primeira forma de inserção financeira para a maioria dos países em desenvolvimento. Na segunda fase, os fluxos privados predominantes serão na forma de investimentos diretos e de carteira.

4.1.2. Análise comparativa da inserção asiática e latino-americana

A análise que se segue refere-se aos fluxos de capitais privados em termos líquidos, que incluem investimentos diretos, investimentos de portfólio e

outros capitais, todos em termos líquidos, recebidos tanto pela Ásia quanto pela América Latina, no período entre 1994 e 2005.

Em termos de investimentos diretos, a Figura 1 mostra que eles foram bastante regulares, em todo o período, tanto para a América Latina quanto principalmente para a Ásia. Mesmo com os problemas advindos das crises asiática e russa, em 1997 e 1998, respectivamente, ambas as regiões continuaram a receber esses fluxos de investimentos. Inclusive, no caso do continente latino-americano, o ingresso foi ligeiramente superior ao verificado na Ásia nesse período, em grande parte devido às privatizações, recomendadas pelo “Consenso de Washington”.



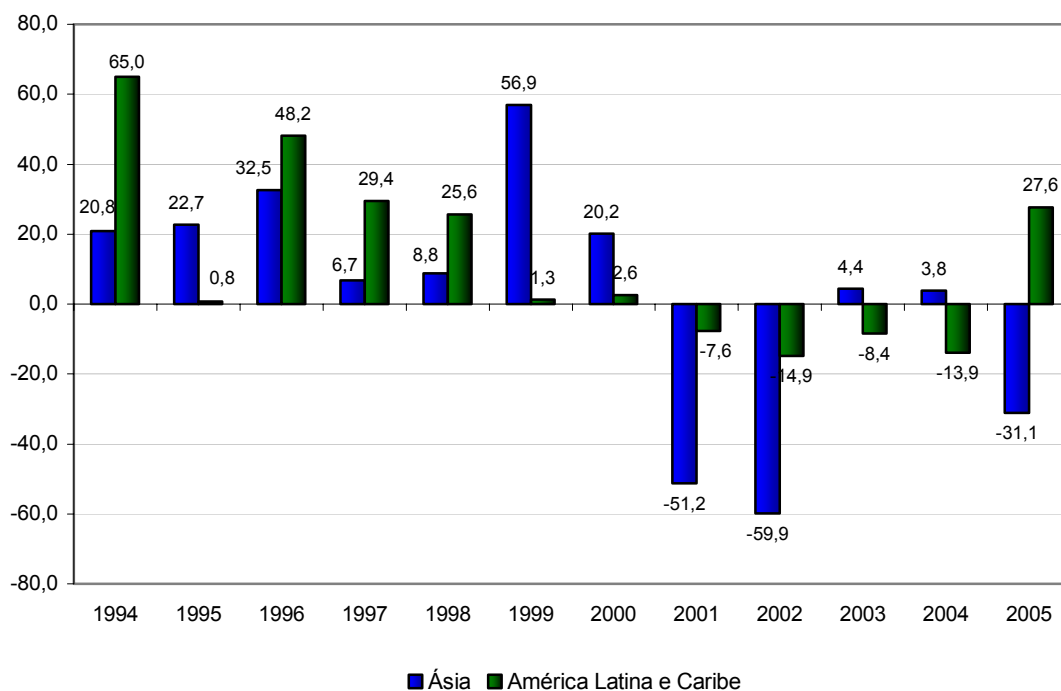
Fonte: IMF (2004).

Figura 1 – Investimentos diretos líquidos: 1994-2005 (US\$ bilhões).

Durante o período 1994/1999, a Ásia teria recebido de investimentos diretos um volume médio de US\$ 55 bilhões anuais contra o montante de US\$ 45 bilhões para a América Latina e Caribe. Esses fluxos recebidos retratam o maior dinamismo do comércio intra-regional e da maior complementaridade de suas economias durante a década de 90, o que contribuiu para que suas

economias apresentassem maiores taxas de crescimento, o que acaba constituindo um fator atrativo adicional de investimento forâneo. Na primeira metade da década seguinte, esse quadro não se alterou, de modo que a Ásia continuou a receber maior entrada de investimentos diretos, US\$ 60 bilhões frente a US\$ 53 bilhões para o continente latino-americano.

Quanto aos investimentos de portfólio, diferentemente dos investimentos diretos, a Figura 2 mostra que essa modalidade de financiamento processou-se de forma muito irregular para ambas as regiões. Nesse contexto, esses investimentos especulativos apresentaram reduções em seus volumes durante os eventos ocorridos, em 1997/1998, nos dois continentes. Entretanto, a maior redução ocorreu na Ásia e não na América Latina e Caribe, haja vista a manutenção da política de juros altos dos países latino-americanos.



Fonte: IMF (2004).

Figura 2 – Investimentos de portfólios líquidos: 1994-2005 (US\$ bilhões).

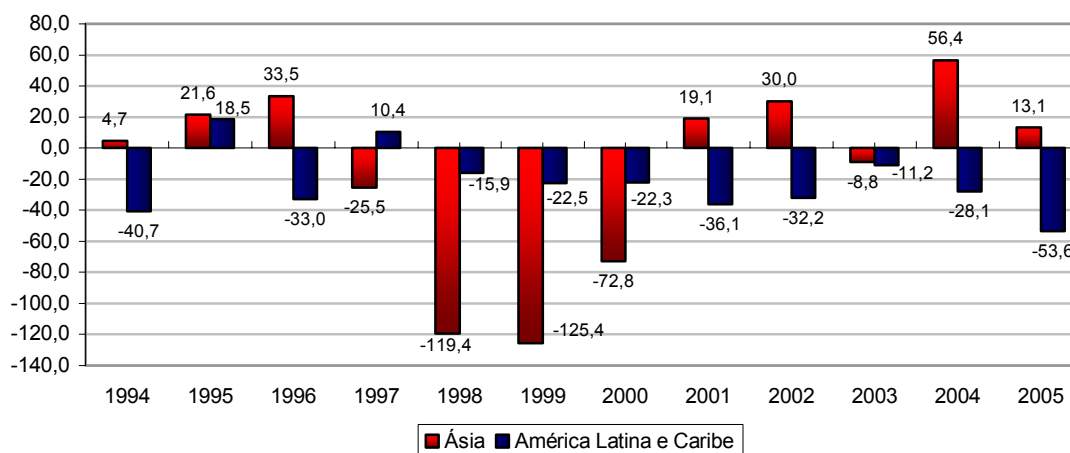
Assim sendo, o maior ingresso desses recursos no período 1994/1999 foi recebido pela América Latina. Nessa região, em termos médios, o influxo foi de US\$ 28 bilhões, enquanto que na Ásia o valor situou-se em US\$ 24 bilhões. Esse resultado era de se esperar, uma vez que a liberalização financeira conduziu grande parte dessas economias a apresentar incremento nos seus déficits em transações correntes, induzindo-as a elevar taxas de juros como forma de atrair capitais externos.

Contudo, na virada do milênio, mais especificamente no biênio 2001/2002, em decorrência de diversos fatos ocorridos no período, que provocaram turbulências nos mercados financeiros internacionais, como os atentados terroristas em setembro de 2001, houve fortes saídas dessa modalidade de investimento nos dois continentes, que se deslocaram para mercados mais seguros (*flight to quality*), como é habitual nessas ocasiões. Mais uma vez, os afluxos experimentados pelos países asiáticos foram bem mais expressivos, por conta da política de juros altos que continuou a vigorar em grande parte dos países latino-americanos, em face da necessidade de capitais especulativos para o financiamento dos seus balanços de pagamentos.

A partir de 2003, na ausência de eventos negativos, além de uma conjuntura internacional que se tornará crescentemente favorável aos países em desenvolvimento, esses fatos contribuíram para que os países asiáticos apresentassem saldos positivos de capitais especulativos no biênio 2003/2004, ainda que seus montantes tenham sido de pouco valor. Entretanto, os mercados financeiros internacionais ainda continuavam reticentes com relação à América Latina, o que explica as pequenas saídas líquidas nesse período.

Em 2005, o cenário mundial também passou a contagiar positivamente os países latino-americanos, no contexto de absoluta calma nos mercados financeiros internacionais, de modo que esse continente tornou-se bem mais “confiável” na avaliação dos investidores internacionais. Nessas condições propícias para a valorização dos capitais de portfólios, na medida em que não há a necessidade de se deslocarem para portos mais seguros, o diferencial da taxa de juros médio entre os países dos dois continentes foi fundamental para promover o deslocamento desses capitais entre eles, a favor da América Latina.

No que tange a outros capitais, a Figura 3 evidencia nitidamente que essa forma de financiamento, basicamente constituída de empréstimos, mostrou-se a mais irregular de todas as formas de financiamento, independentemente da região considerada.



Fonte: IMF (2004).

Figura 3 – Outros capitais líquidos: 1994-2005 (US\$ bilhões).

No caso da Ásia, a saída de capitais proporcionadas por esse tipo de financiamento foi particularmente grave após o advento da turbulência financeira na região. Anterior ao período de crise, verificou-se um persistente ingresso de recursos por meio de empréstimos na maior parte constituída de interbancários, e paralelamente ocorreu um processo de encurtamento da maturidade desses capitais. Com a elevação dos déficits das transações correntes no Sudeste da Ásia, os credores internacionais recusaram-se a fazer a rolagem das dívidas, em 1997, implicando fortes “saídas” de capitais. No ano seguinte, o afluxo de capitais de empréstimo foi tão intenso que acabou superando os ingressos líquidos de investimento diretos e de carteira, de modo que isso determinou um fluxo de capitais privados líquidos negativos. Esse quadro somente foi revertido a partir de 2001, quando se verificou certa regularidade de seu ingresso para a região.

No caso da América Latina e Caribe, os capitais de empréstimos mostraram-se uma forma de financiamento significativamente irregular. Na realidade, considerando todo o período, o fluxo de capital teria ficado negativo, o que significa que, na prática, essa alternativa não tem contribuído para o financiamento da região.

Vale registrar que, em ambas as regiões, a forma preponderante de financiamento foi proporcionada pelos investimentos diretos, seguida pelos investimentos de portfólios. Entretanto, a Ásia caracterizou-se por ser a região de maior afluxo de investimentos diretos estrangeiros, enquanto o continente latino-americano destacou-se mais por fazer uma inserção via investimento em carteira, denotando a diferença em termos de padrão de financiamento de ambas as regiões e refletindo o dinamismo diferenciado de suas economias regionais.

Observando-se os dados referentes aos ingressos brutos de investimento direto estrangeiro (IDE) no período de 1995 a 2004, no que tange às regiões da Ásia e América Latina, conforme mostra a Tabela 5, realmente pode-se constatar que o continente asiático foi o que mais obteve esse tipo de financiamento. Em todos os anos, sem nenhuma exceção, os volumes de recursos ingressantes foram no mínimo superiores ao da América Latina e Caribe.

Com relação à participação relativa em termos de mundo, a Ásia, que chegou a ter um percentual superior a 25% em 1996, experimentou em seguida uma trajetória descendente até obter a menor participação em 1999, quando apresentou um percentual ligeiramente acima de 10%. Desde então, experimentou uma forte recuperação, até alcançar o patamar de 23%, em 2004, sem, contudo, atingir o ano de pico de 1996.

No que tange à América Latina, a melhor participação relativa ficou circunscrita ao período 1996/1998, época em que se concentraram as privatizações no continente. Em seguida houve um declínio até chegar a menor participação um pouco aquém de 7% em 2000. A partir de 2003, o continente latino-americano vem ensaiando uma tímida recuperação no volume de entradas de investimento direto.

Tabela 5 – Fluxos de entradas de IED por regiões e mundo: 1995-2004 (US\$ bilhões)

Região	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Latina	30,20	45,90	69,20	73,80	108,60	97,20	89,10	50,50	46,90	67,50
Ásia	81,10	92,40	101,60	96,50	111,60	145,70	108,60	92,00	101,30	147,50
Mundo	341,10	337,50	473,10	680,10	1.092,10	1.396,50	825,90	716,10	632,60	648,10
Latina/Mundo	8,84	13,60	14,62	10,85	9,95	6,98	10,79	7,05	7,42	10,42
Ásia/Mundo	23,78	27,39	21,47	14,19	10,22	10,43	13,15	12,85	16,01	22,76

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do "Handbook of Statistics" (UNCTAD, 2005).

Não obstante os investimentos diretos constituírem a forma de financiamento externa mais segura, já que se apresenta menos volátil, a crise financeira primeiramente se instalou no Sudeste Asiático, e isso ocorreu exatamente na sub-região que mais tem usufruído dessa forma de financiamento externo. Contudo, ressalta-se que houve também um substancial ingresso de capitais especulativos e de empréstimos de curto prazo antes da crise.

Adicionalmente, a América Latina recebeu um aporte de investimentos de portfólio ainda superior ao da Ásia, constituindo-se em fator decisivo para o efeito amplificador da crise, na medida em que, nas ocasiões de pânico, os investidores internacionais recorreram às operações *flight to quality*, que consistem em operações inversas ao determinado pela arbitragem, pois, ao procurar refúgio em mercados mais seguros, a rentabilidade tende a ser bem menor. Grande parte da saída de capitais dos mercados emergentes latino-americanos teve o intuito de cobrir prejuízos que os aplicadores tiveram nos mercados asiáticos.

4.1.3. Nova forma da dependência financeira

Câmara e Salama (2005) fizeram uma distinção entre as crises financeiras que vigoraram na década de 80 em relação àquelas que marcaram os países que a sofreram na década de 90, tendo como referencial maior a América Latina. As primeiras foram decorrentes da interrupção dos fluxos de recursos do exterior, obrigando os países atingidos a financiarem-se com recursos próprios. As segundas tiveram como fundamento as restrições financeiras externas bastante fortes.

Quanto às primeiras crises, pode-se acrescentar o fato de que elas não apresentaram a característica dos anos 90, de fuga de capitais, uma vez que o financiamento estava, nessa época, fundamentalmente baseado em empréstimos. Nesse período, o processo de securitização da dívida estava começando a se desenvolver no contexto da segunda etapa da globalização financeira. O financiamento externo aos países em desenvolvimento era proporcionado na forma de capital de empréstimos.

Quando eclodiu a crise do México, em 1982, os países latino-americanos e muitos países asiáticos estavam endividados basicamente no mercado de eurodólares. Os credores internacionais se recusaram a continuar a financiar o serviço das dívidas dessas nações. O acesso ao mercado de capitais foi amplamente restringido. Contudo, esse processo não implicou a saída de capitais desses países, nem isso poderia ser dessa forma, uma vez que os instrumentos de dívida não eram securitizáveis ainda.

A alternativa dos países devedores foi aceitar as imposições do FMI, impelidos a adotar políticas macroeconômicas restritivas, tendo que cortar gastos governamentais e elevar as barreiras alfandegárias, além de promover drásticas desvalorizações de suas moedas domésticas, como meio de obter divisas necessárias ao pagamento de parte do serviço da dívida.

No caso da América Latina, duas conseqüências foram bastante significativas. Primeiro, verificou-se a transformação de um continente receptor de capital, nos anos 70, para o de exportador de capital na década seguinte. Enquanto isso, nos Estados Unidos acontecia um processo inverso, decorrente da política americana de forte valorização do dólar: a economia começou a apresentar uma trajetória de déficit em transações correntes, a partir do começo da década de 80, transformando-os em um país importador de capital. Segundo, a elevação dos juros americanos aumentou substancialmente a dívida dos países latino-americanos, razão pelas quais muitos governos adotaram a assunção da dívida. As desvalorizações cambiais, ao engendrar uma espiral inflacionária, fizeram encolher as receitas tributárias. Para obter as divisas necessárias para as remessas de recursos para o exterior, o governo acabou tendo de emitir títulos de dívida interna, muitas vezes atrelados à taxa de câmbio. A dívida externa engendrou a dívida interna.

As transformações que o capitalismo experimentou nesse interregno da segunda para a terceira fase da globalização financeira fizeram ampliar substancialmente a liquidez do sistema financeiro internacional. O crédito bancário agora passa a ter importância secundária, sobretudo nas economias latino-americanas, ficando circunscrito aos refinanciamentos das dívidas externas. Os investimentos diretos estrangeiros que tinham sido marginais na década de 80 passam a constituir-se em importantes fontes de financiamento dos países em desenvolvimento (CÂMARA; SALAMA, 2005).

Com a nova dinâmica da transformação das dívidas em títulos (securitização) concomitantemente com o processo de abertura de capitais nos países centrais e sua incorporação aos mercados emergentes, surge uma nova modalidade de financiamento proporcionada pelos investimentos de portfólio. Além disso, essencialmente os investidores institucionais passam a se encarregar da utilização desse novo instrumento para financiar as economias em desenvolvimento.

O acesso ao sistema financeiro internacional, que voltou a apresentar uma abundância de liquidez nos anos 90, implicou a abertura comercial e financeira sem precedentes para os mercados emergentes. Esse fato teve como contrapartida um déficit comercial brutal nos países em desenvolvimento, resultando na substituição dos excedentes que vigoraram nessas economias na década anterior.

Quando o México decretou a moratória em 1982, os banqueiros internacionais, que já possuíam uma elevada dívida com os países do terceiro mundo, trataram de deixar de financiar essas economias para não aumentar ainda mais esse montante. A idéia era a de reduzir sua exposição de ativos externos para com essas nações e reestruturar seus portfólios, estratégia que poderia ser implementada somente no longo prazo. Na América Latina, isso significou uma interrupção dos fluxos de recursos do exterior que levou praticamente toda a década de 80.

Na década de 90, não é apenas mais um pequeno grupo de grandes bancos internacionais os principais credores dos países em desenvolvimento. Passa a existir uma profusão de credores espalhados pelo mundo, entre os quais se destacam os investidores institucionais. Considerando que uma das características comuns das crises financeiras, na década de 90, tem sido a desvalorização das moedas domésticas, os investidores institucionais no momento de pânico costumam retirar rapidamente suas aplicações nos mercados emergentes para evitar perdas consideráveis e alocá-los em praças mais seguras.

No momento em que passa o pânico, quando geralmente os países atingidos costumam imediatamente elevar a taxa de juros e, muitas vezes,

verificam-se um *overshooting*²⁰ do câmbio, as rentabilidades das aplicações domésticas, em termos de dólar, são restituídas ou mesmo ampliadas, relativo ao que vigorava antes do choque. Nessas condições, os investidores institucionais voltam a aplicar nos mercados emergentes, o que normalmente leva alguns meses para ocorrer. Quando surgem novos distúrbios, essa dinâmica dos mercados emergentes acaba se repetindo.

Não se trata mais de ocorrer uma interrupção dos fluxos de capitais internacionais por um longo período, mas de uma sucessão de suspensão dos fluxos externos em curto espaço de tempo, obrigando esses países a recorrentemente elevarem a taxa de juros para continuarem financiando seus déficits em transações correntes, criando um contexto macroeconômico desfavorável para as economias dos mercados emergentes. Uma característica importante da atual globalização é a forte dependência financeira dos países em desenvolvimento.

4.2. Inserção comercial

A compreensão da nova dependência estrutural comercial da América Latina requer que se retroceda no tempo, na passagem do modelo primário-exportador para o modelo de substituição das importações, tendo como marco referencial a crise de 1929, quando ocorreram mudanças estruturais nesses países, mas que não alteraram substancialmente o padrão comercial que vigorava antes. Entretanto, as transformações sofridas no sistema capitalista, nas duas últimas décadas do século passado, têm permitido uma alteração do padrão comercial mundial, o que possibilita maior espaço para uma nova dinâmica da inserção de alguns países em desenvolvimento.

4.2.1. A dependência estrutural nos termos de troca

No chamado modelo primário-exportador, por um lado, os países da América Latina dependiam do comportamento da demanda externa dos produtos primários. Por outro lado, as divisas geradas pelo setor exportador

²⁰ *Overshooting* significa que a taxa de câmbio doméstica sofre uma intensa desvalorização em relação ao dólar, mas passado certo tempo ela se estabiliza em um nível mais baixo.

financiavam as importações de bens industrializados, de consumo e de capital. Nesse sentido, uma vez que nesse modelo o setor exportador representava o centro dinâmico dos países latino-americanos, conforme observado por Furtado (1987), eles constituíam-se em economias reflexas dos países centrais.

A crise dos anos 30, contudo, ao impingir uma violenta queda das exportações na maioria dos países latino-americanos, acabou impondo uma ruptura do funcionamento do modelo primário-exportador. Nessas condições, o setor exportador não mais poderia atender minimamente todas aquelas funções que lhe foram atribuídas.

As medidas práticas utilizadas na época para amenizar os efeitos da crise foram as seguintes: controle das importações, desvalorizações cambiais e compra do excedente ou financiamento dos estoques dos produtos exportáveis. Procurava-se, assim, preservar ao máximo a renda do segmento exportador.

Desse modo, a crise abriu caminho para a adoção do modelo substituição das importações, que foi sendo introduzindo paulatinamente, de acordo com a realidade de cada país. Nesse novo contexto, a demanda interna de investimentos passa a ganhar importância na determinação da renda nacional em relação às exportações.

Conforme Tavares (1982), o setor exportador não passou por nenhuma grande alteração, continuou sendo a principal fonte de divisas, ao passo que as atividades industriais que estavam se expandindo ficaram restritas somente ao mercado doméstico. Assim, o setor exportador, sem deixar de continuar a desempenhar o seu papel anterior, apenas alterou suas “funções” no sentido de viabilizar a “diversificação da estrutura produtiva, mediante importações de equipamento e bens intermediários”.

Os produtos oriundos das indústrias que foram sendo instaladas no processo de substituição de importações eram basicamente destinados ao consumo doméstico. Por conseguinte, a velha dependência caracterizada no modelo primário-exportador, ou seja, de exportar produtos primários e importar produtos manufaturados, de certo modo continuou a se reproduzir por muito tempo no modelo de substituição de importações, ainda que em menor grau, na medida em que era incentivada estrategicamente a produção desse último.

Segundo Prebisch (1964), o modelo primário-exportador sofria de uma insuficiência dinâmica, em função da subjacente deterioração dos termos de troca, cuja origem advinha do descompasso da demanda mundial de produtos primários e de produtos industrializados. Por sua vez, esse descompasso era devido às seguintes razões:

- os ganhos de produtividade eram superiores aos aumentos dos salários, o que determinava a redução dos preços dos produtos primários vis-à-vis os produtos industriais;
- a elasticidade de demanda de alimentos é baixa nos países desenvolvidos;
- o progresso técnico tende a reduzir a matéria-prima por unidade de produto;
- o protecionismo dos produtos primário nos países centrais;
- a concorrência entre os países exportadores de produtos primários.

Prebisch (1964) observou que, após a grande depressão, não se poderia esperar que os países desenvolvidos abrissem os seus mercados às exportações dos países periféricos. Ademais, não se acreditava que os países latino-americanos estivessem dispostos a enfrentar os mercados externos, dado que a substituição de importações lhes conferia 'um mercado interno em expansão e seguro'. Assim, a velha dependência estrutural do padrão comercial continuou vigorando por muito tempo nas economias latino-americanas. Na realidade, pode-se considerar também que essa realidade tem sido extensiva ao conjunto dos países em desenvolvimento, desde a crise de 29, passando pelo pós-guerra até mais recentemente.

Por essa razão é que o autor supracitado defendia a idéia de que o processo de industrialização na América Latina tinha que vir acompanhado de duas preocupações básicas: os países deveriam realizar um esforço no sentido de promover exportações de manufaturados para os grandes centros, sem descuidar do estímulo às exportações tradicionais; zelar pela defesa da relação de preços de troca dos produtos exportados por suas economias.

4.2.2. Mudança no padrão de comércio

A estratégia dos países em desenvolvimento, particularmente no imediato pós-guerra, encaminhou-se na direção da industrialização, o que abriu espaço para a diversificação da produção. Contudo, em face do fato de que a

implementação do modelo de substituição de importações envolveu inicialmente um fechamento dos mercados nacionais, de forma geral, a maior inserção desses países ao comércio mundial acabou fazendo parte de um processo lento e diferenciado entre eles, conforme será mostrado a seguir. Entretanto, o resultado desse movimento diz respeito ao fato de que atualmente não se pode mais caracterizar o conjunto dos países em desenvolvimento como economias tipicamente exportadoras de produtos primários e importadores de manufaturados.

A Tabela 6 mostra que a participação das *commodities* primárias para o conjunto dos países em desenvolvimento decresceu do patamar de quase 65%, no período 1980/1983, para um percentual aproximadamente de 30% em 1999/2000. Desde o final dos anos 80 e início da década de 90 (1989/1992), esses países, como um todo, não poderia mais ser estereotipado simplesmente como exportador de produtos primários na medida em que as exportações destes produtos foram ultrapassadas pelas exportações de manufaturados.

Essa realidade não se apresenta homogênea quando se considera os dados desagregados por continente e seus subgrupos. De um lado, no caso do sudeste da Ásia, desde o início da década de 80 (1980/1983), essa sub-região não mais se caracteriza como meramente fornecedora para o resto do mundo de *commodities* primárias, uma vez que ela já apresentava nessa época um percentual de 43%. De outro, o oeste da Ásia e a África até hoje se enquadram dentro do modelo primário-exportador, dado que, desde o início deste século (1999/2003), os produtos primários ainda participam de 78% e 74% do total das exportações, respectivamente. Curioso notar que essa região da Ásia apresenta uma estrutura primário-exportadora mais acentuada que a da África.

No caso da América Latina, as *commodities* primárias que representavam 66% da pauta das exportações, no período 1980/1983, caíram para 42% no período 1999/2003. Portanto, no final do século passado e início desse século, a região tornou-se majoritariamente exportadora de produtos manufaturados.

Tabela 6 – Estrutura de exportações dos países em desenvolvimento: 1980-2003 (%)

Discriminação	Primários			Manufaturados		
	1980/1983	1989/1992	1999/2003	1980/1983	1989/1992	1999/2003
Países em desenvolvimento	64,8	42,2	30,7	31,4	55,7	68,1
América Latina e Caribe	66,2	63,3	41,9	32,6	35,9	56,6
África	73,5	72,8	74,6	12,7	15,7	23,0
Oeste da Ásia	81,5	82,0	78,3	16,8	17,7	21,0
Sudeste da Ásia	42,8	22,3	14,0	54,9	76,5	84,8

Fonte: Unctad (2005).

Os dados da Tabela 6, na medida em que eles se apresentam de forma agregada, não permitem afirmar que todos os países do Sudeste Asiático e da América Latina são predominantemente exportadores de manufaturados. O *Trade and Development Report* (UNCTAD, 2005) pronunciou-se a respeito. No caso do Sudeste Asiático, que constitui a sub-região mais dinâmica, afirma que praticamente todas as suas economias, de fato, se enquadram na condição de que os produtos manufaturados sobrepõem os produtos primários na pauta de exportações. Com relação à América Latina, aponta apenas seis países no total de 20 que se encontram nessa condição. Além disso, somente dois países foram os responsáveis para essa mudança na direção das exportações de manufaturados na América Latina, a saber: o México e, em menor extensão, o Brasil, devido ao recente crescimento de suas exportações para o resto do mundo.

O relatório das Nações Unidas infere que o processo da crescente participação dos manufaturados na pauta de exportações nos países da América Latina tende a possibilitar uma inserção diferenciada dos países em desenvolvimento dentro da dinâmica da demanda global. A razão alegada se encontra na distinta característica entre as *commodities* primárias e os produtos manufaturados. As primeiras apresentam uma elasticidade-preço inelástica e renda bem mais baixa que a dos manufaturados.

Assim, em relação aos produtos primários, dado as suas características, os preços relativos constituem o principal determinante do ganho real das exportações, de modo que choques negativos de demanda tendem a reduzir ganhos dos produtores, sendo essa a fragilidade do modelo primário-exportador. Por esse motivo é que, na grande depressão, de modo geral, os países latino-americanos, entre outras providências, adotaram desvalorizações de suas moedas domésticas como forma de assegurar a renda do setor. Além disso, considerando que, no longo prazo, a sua procura tende a diminuir, isso conduziu os países da América Latina a diversificar sua produção via substituição de importações.

Quanto aos produtos manufaturados, em função de suas peculiaridades, diante de um igualmente choque adverso da procura do exterior pelos respectivos bens, o ajuste necessário para amenizar os efeitos negativos pode ser pela quantidade exportada, isto é, o volume das exportações

responde mais a mudança dos preços. Por conseguinte, os países que possuem uma pauta de exportações mais voltada para os produtos manufaturados tornam-se mais capazes de lidar com as conjunturas internacionais desfavoráveis, na medida em que esses produtos apresentam maior elasticidade-preço. Além disso, tendem a apresentar uma tendência de longo prazo pelo aumento ou mesmo estabilização de sua procura, devido à maior elasticidade-renda. Um exemplo recente de ajuste em termos de produtos manufaturados foi proporcionado pelos produtos eletrônicos, que apresentam alta elasticidade-preço. Dado a sua relativa queda da demanda internacional, os países asiáticos têm procurado reduzir seus preços dentro de uma estratégia agressiva de compensar essa redução com o aumento adicional de volume de sorte a tentar manter o mesmo patamar de exportações que vigorava anteriormente.

Os países em desenvolvimento, que conseguiram aumentar a sua participação dos manufaturados no total das exportações significativamente, na realidade alteraram o seu padrão comercial. Entretanto, deve-se levar em conta que a pauta de exportação é ainda concentrada em produtos intensivos em recursos naturais e mão-de-obra pouco qualificada. Adicionalmente, de modo geral, esses produtos possuem pouco valor adicionado.

Na realidade, isso não significa que o problema da deterioração dos termos de troca típicos do modelo primário-exportador tenha sido superado. Entretanto, há uma diferença fundamental entre eles, ou seja, os produtos manufaturados que apresentam baixa qualificação de mão-de-obra estão sujeitos a flutuações em seus preços sem apresentar grandes alterações nos seus volumes, enquanto que a queda nos preços dos produtos primários vem acompanhada da redução de sua quantidade (UNCTAD, 2005). Portanto, o novo padrão comercial apresentado por muitos países em desenvolvimento permite maior dinâmica na inserção comercial mundial, mas não altera substancialmente a dependência estrutural comercial secular, conforme apregoado por Prebisch (1964).

4.2.3. Desenvolvimento do comércio sul-sul

As transformações ocorridas nas duas últimas décadas do século passado tiveram impactos tanto sobre os países centrais quanto sobre os países emergentes. A partir da segunda fase da globalização financeira, a abertura de mercados não ficou restrita somente à órbita financeira, mas também afetou a esfera comercial.

De acordo com o Banco Mundial (2002), subjacente ao processo de liberalização comercial vivenciado no mundo em desenvolvimento, as suas tarifas que se encontravam na média de 30%, no início dos anos 80, caíram para menos de 15% no final de 1990. Essa redução foi bem mais acentuada do que o ocorrido nos países industrializados. Além disso, a dispersão daquelas tarifas também foi igualmente reduzida.

O vigoroso crescimento da China e, em menor grau, da Índia tem contribuído para a intensificação do comércio sul-sul²¹, na medida em que ambas têm demandado importações de alimentos e produtos intensivos de recursos naturais provenientes de outros países em desenvolvimento.

Conforme pode ser verificado na Tabela 7, referente às contas correntes das principais regiões do Planeta, no período 1999-2005, o intenso comércio sul-sul tem propiciado a melhoria do balanço de pagamentos dos países em desenvolvimento. Enquanto os países desenvolvidos desde 1999 vêm acumulando sistematicamente crescentes déficits no saldo de transações correntes, os países em desenvolvimento, a partir de 2000, começaram a apresentar superávits, cada vez mais elevados.

Em relação à Ásia, a região já vinha sustentando superávits desde 1997. A novidade tem ficado por conta da América Latina e Caribe, que deixou de incorrer em déficit no ano de 2003, para, logo em seguida, também experimentar uma trajetória de elevação do saldo de conta corrente.

²¹ Comércio sul-sul significa as relações comerciais estabelecidas entre os próprios países em desenvolvimento.

Tabela 7 – Saldo em conta corrente por principais regiões: 1999-2005 (US\$ bilhões)

Países/regiões	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Países desenvolvidos	-116,5	-268,4	-219,8	-237,4	-217,2	-283,9	-510,7
Países em desenvolvimento	-13,0	91,1	44,2	84,5	148,5	219,8	423,3
Ásia	48,4	46,1	40,6	72,2	86,3	94,7	155,4
América Latina e Caribe	-56,7	-48,1	-53,6	-16,0	7,1	17,7	29,6

Fonte: IMF (2006).

4.2.4. Risco-país: América Latina versus países emergentes

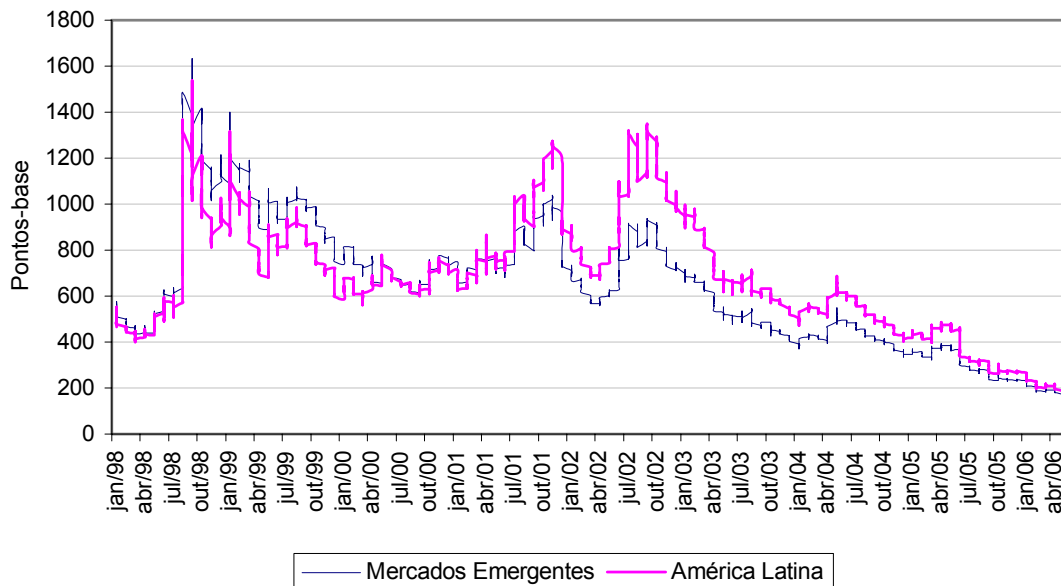
A Figura 4 descreve o comportamento do *Emerging Markets Bonds Index Global (EMBIG)*²² referentes aos *spreads*, em termos de pontos-base, para os países emergentes e América Latina. Observa-se que, depois do colapso dos mercados financeiros de 1998, mais perto do final desse ano, os índices das séries acima representados passam a apontar uma trajetória sistematicamente declinante. Esse movimento começa a ser interrompido com o estouro da bolha especulativa de 2000, e revertido por dois grandes sobressaltos, proporcionados pelos atentados terroristas que se abateram sobre os Estados Unidos, em de 11 de setembro de 2001, e a falência da empresa Enron em 2002. Ambos os eventos acabam gerando picos de crescimento do risco-país, tanto para o conjunto dos países emergentes quanto para os países latino-americanos. A partir de 2003, o comportamento desse indicador de risco-país volta a apresentar uma tendência recorrentemente decrescente.

O *Global Financial Stability Report* (IMF, 2006) relaciona dois fatores fundamentais para o comportamento do EMBIG para ambas as regiões: a melhoria dos fundamentos dos países emergentes e a melhor condição de financiamento externo. No primeiro caso, encontra-se a promoção dos ajustamentos da posição externa. O segundo relaciona-se com a menor

²² O *Emerging Market Bonds Index Global (EMBIG)*, do J.P. Morgan, teve sua série histórica iniciada somente em janeiro de 1998.

volatilidade dos mercados financeiros, em face de maior diversificação de riscos, e a baixas taxas básicas de juros americanas que vigoram desde final de 2000.

No parecer do relatório do FMI, dada às condições excepcionais que atualmente prevalecem nos mercados financeiros, uma eventual piora nas condições de financiamento externo através do aumento do *Federal Funds* ou do incremento da volatilidade tenderia a ampliar os *spreads*, mas eles permaneceriam em torno de uma tendência linear bem definida.



Fonte: Morgan (2006).

Figura 4 – Indicadores do risco-país: mercados emergentes e América Latina (jan. 1998 a jun. 2006).

Segundo o *Global Financial Stability Report* (IMF, 2004), o ajustamento da posição externa teria sido induzido pelas sucessivas crises a que os mercados emergentes teriam sido submetido e pela redução dos fluxos externos para os países em desenvolvimento que prevaleceu de 1997 até 2001. Além disso, as diversas reversões de entradas de capital nesse período

tiveram por efeito impactar negativamente os preços dos ativos dessas economias, que, por sua vez, acabam reduzindo as garantias dadas em empréstimos (colateral), dificultando o acesso das empresas aos recursos externos.

Adicionalmente, as empresas e os governos aproveitaram os preços dos *bonds* externos bem abaixo do valor de face para recomprarem suas dívidas em termos mais favoráveis. Por fim, os países que possuem mercados bem desenvolvidos de *bonds* domésticos possibilitaram as suas empresas e bancos a buscarem recursos internos, evitando-se assim empréstimos externos.

No caso da América Latina, devem-se ainda acrescentar dois fatos: a maior inserção no comércio mundial, em grande parte devido à expansão do intercâmbio sul-sul, o que permitiu à região tornar-se exportadora líquida de capital em 2003; e as deliberadas políticas restritivas de redução do dispêndio doméstico, como forma de alavancar as suas exportações, cujos principais exemplos no continente são o Brasil e o México.

4.2.5. Desequilíbrios globais crescentes

As políticas macroeconômicas que vão dar contorno à recorrente reafirmação da hegemonia americana estão diretamente relacionadas ao comportamento do balanço de pagamentos americano, que, por sua vez, influenciam enormemente os fluxos financeiros internacionais, em função da necessidade de seu financiamento. Portanto, estão fortemente vinculadas com os atuais desequilíbrios globais crescentes.

A relativa perda do dinamismo da economia americana ocorrida ao longo dos anos 70 fez com que a política da reafirmação da hegemonia dos Estados Unidos, a partir do final desse período, fosse recorrentemente acionada. Neste sentido, podem-se contemplar quatro fases distintas, a saber: primeiro período, de 1979 a 1985; segundo, entre 1985 e 1995; terceiro, de 1995 a 2003, e quarto, após 2003.

No período 1979-1985, o principal fato estilizado foi a política de Paul Volcker, de adotar um choque de juros em setembro de 1979, o que acarretou uma forte valorização do dólar frente as principais divisas da época. Diante

disso, a economia mundial experimentou uma forte recessão que dura até 1983 (TAVARES; MELIN, 1997). O duplo objetivo dessa política era baixar a inflação que tinha alcançado dois dígitos, em face principalmente do segundo choque do petróleo, e aumentar a competitividade da economia.

Uma consequência imediata foi a reversão do balanço de pagamentos, passando de uma situação de pequeno superávit em conta corrente, de US\$ 2,3 bilhões, em 1980, de acordo com a Tabela 8, para um diminuto déficit em 1982. Porém, depois da recessão, a economia americana voltou a apresentar uma elevada taxa de crescimento, o que, por sua vez, fez com que o déficit se agravasse gradativamente. Essa deterioração do déficit em conta corrente tem acentuado o papel dos Estados Unidos de locomotiva do crescimento da economia mundial, tendo como contrapartida a expansão da liquidez internacional.

Tabela 8 – Transações correntes dos EUA: 1980-2005

EUA	1980	1985	1990	1995	2000	2005
Conta corrente (US\$ bilhões)	2,3	-118,1	-79,0	-113,7	-416,0	-805,0
Conta corrente (% do PIB)	0,1	-2,8	-1,4	-1,5	-4,2	-6,4

Fonte: IMF (2006).

No período 1985-1995, prevaleceu o acordo de Plaza, realizado em setembro de 1985, por meio dos quais os Estados Unidos impuseram a elevação da taxa de juros a seus principais parceiros comerciais, como forma de promover a desvalorização do dólar. Esta medida visava reduzir o déficit comercial, sem provocar uma mudança da taxa de juros básica americana (SERRANO, 2004).

Não obstante, o déficit norte-americano manteve uma trajetória ascendente, passando de 2,8%, em 1985, para 3,4% do PIB, em 1987, ano em que atinge o patamar máximo. A partir de 1988, com a desaceleração do

crescimento, o déficit em transações correntes começou a diminuir até ser praticamente eliminado em 1991. Porém, com a retomada do crescimento, no início da década de 90, ele reapareceu com todo o vigor. Em 1995, já se encontrava no nível de 1,5% do PIB.

No princípio do período de 1995-2002, o secretário do Tesouro, Robert Rubin, convenceu o governo Clinton da necessidade de o dólar ser novamente valorizado. Desta vez, o motivo era evitar uma crise nos principais países industrializados, destacando-se o Japão e a Alemanha, que apresentavam suas moedas excessivamente valorizadas.

Em relação ao Japão, o iene estava tornando-se cada vez mais forte em relação ao dólar, implicando não somente perda do dinamismo das exportações, mas também fragilização do seu sistema financeiro, devido à depreciação de ativos denominados em dólar, detidos pelos bancos e firmas. O problema da Alemanha tinha a ver com sua adesão ao euro, que, conforme os termos do tratado de Maastricht obrigavam o país a adotar uma política fiscal bastante restritiva, com impactos recessivos (SERRANO, 2004).

O fato é que a trajetória do déficit externo norte-americano que já vinha elevando-se continuamente, desde o início dos anos 90, com essa política adotada pelo secretário do Tesouro, a conduziu para um processo de aceleração desse movimento. Assim sendo, o déficit em conta corrente deu um salto de 1,5%, em 1995, para 4,7% do PIB em 2003.

Finalmente, a partir de 2003, a administração Bush convence novamente os seus aliados de que o valor do dólar deve ser outra vez alterado. A idéia de novamente desvalorizar a moeda americana encontra resistência na Europa e, particularmente, no Japão, exatamente no momento em que esta economia começava a ensaiar uma recuperação econômica.

A maior depreciação do dólar frente às demais divisas fortes não vai alterar o quadro de crescente déficit externo experimentado pelos Estados Unidos desde o início dos anos 90. No período de 2003/2006, o seu valor pulou de 4,7% para 6,5% do PIB, representando o seu maior patamar desde o início da segunda fase da globalização financeira.

Os elevados déficits em conta corrente, que vem se formando desde 1982, como era de se esperar, acabaram modificando a posição líquida de

investimento internacional²³ dos Estados Unidos, de uma condição credora até 1988, para desde então seguir uma trajetória significativamente devedora (BRAGA; CINTRA, 2004). Em 1985, a posição líquida encontrava-se positiva em US\$ 97,0 bilhões, e seu montante foi alterado para US\$ 2.546,2 bilhões negativos em 2005 (Tabela 9). Portanto, verificou-se uma alteração de posição líquida internacional extremamente significativa.

Tabela 9 – Posição líquida internacional dos EUA: 1985-2005 (US\$ bilhões)

Discriminação	1985	1990	1995	2000	2005
Posição líquida internacional	96,9	-164,5	-305,8	-1.581,0	-2.546,2
Ativos estrangeiros detidos por americanos	1.302,7	2.294,1	3.964,6	7.401,2	11.079,2
Ativos americanos detidos por estrangeiros	1.205,8	2.458,6	4.270,4	8.982,2	13.625,4

Fonte: *United States Department of Commerce – USDC (2006)*.

Segundo o *Trade and Development Report* (UNCTAD, 2005), a posição dos investimentos líquidos internacionais dos Estados Unidos é constituída por dois terços em moeda estrangeira enquanto que os passivos são exclusivamente denominados em dólar. Nessas circunstâncias, uma desvalorização da moeda americana tem o efeito de, por um lado, deixar o passivo não modificado e, por outro, aumentar os ativos em moeda doméstica. Portanto, a depreciação do dólar possui um efeito positivo (*valuation effect*) sobre a posição dos investimentos internacional líquida.

Segundo o relatório das Organizações Unidas, no período entre 1995/2002, a valorização do dólar, ao implicar a deterioração da posição dos investimentos internacional líquida, deveria ter contribuído para a redução do déficit em transações americanas. Adicionalmente, no período 2003/2006, uma vez que nesse período prevaleceu a desvalorização do dólar, deveria ter

²³ A Posição Líquida Internacional refere-se à diferença entre ativos estrangeiros detidos por americanos (ativo) e ativos americanos detidos por estrangeiros (passivo).

ocorrido o efeito contrário²⁴. Contudo, não foi isso que aconteceu. Entre 1995/2002, o que se verificou foi o incremento do déficit em conta corrente dos Estados Unidos, de 1,5% para 4,5% do PIB. Entre 2003 e 2006, o déficit se agravou, quando atingiu 6,5% do PIB no final do período.

Duménil e Lévy (2005) acreditam que o desequilíbrio do balanço em conta corrente e a deterioração da posição de investimentos internacional líquida dos Estados Unidos estão associados, concomitantemente, ao consumo desenfreado americano e a uma contração substancial na poupança.

No primeiro caso, a alegação do elevado consumo das famílias americanas é explicada pelo baixo patamar dos juros praticados pela autoridade monetária norte-americana. O federal *funds* reduziu essas taxas de 6,24% a.a., em 2000, para 1,35% a.a., em 2004. Entretanto, constatam que a manutenção elevada do consumo americano é anterior a esse período.

Nesse sentido, afirmam que existe a necessidade de uma explicação adicional, e ela se encontra no segundo caso. Apesar da redução dos gastos de investimento nos Estados Unidos, o nível destes tem se situado acima da poupança doméstica, implicando a apropriação da poupança externa. Isso tem constituído poderoso mecanismo de drenagem mundial de recursos, cujas implicações são de um cenário de grandes incertezas.

A própria deterioração da posição dos investimentos internacional líquida seria uma prova cabal de que a situação macroeconômica americana não é nada confortável, de modo que eles não descartam a necessidade de um ajuste na economia norte-americana de grande envergadura para um futuro não muito distante.

Os déficits em conta corrente norte-americanos têm sido crescentes desde meados da década anterior. A título de ilustração, a Tabela 10 mostra a dimensão do atual desequilíbrio mundial, considerando somente os dados relativos à relação déficit dos Estados Unidos /déficit global. Este se alterou de 63%, em 2000, para praticamente 70%, em 2004. Somente em 2005, os saldos em transações correntes dos principais países superavitários (Japão,

²⁴ Segundo o raciocínio desenvolvido no relatório das Nações Unidas, a política cambial deveria ter um efeito inverso sobre a formação do déficit externo americano quando se considera pela ótica da posição dos investimentos líquidos do país. Exemplo: uma desvalorização do dólar, que tende a reduzir o déficit em transações correntes, ao melhorar a posição dos investimentos internacional líquida, deveria, na realidade, contribuir para ampliar a formação do déficit externo do país.

Alemanha e China) totalizaram mais de 50% do déficit em conta corrente norte-americano.

Tabela 10 – Conta corrente por principais países: 2000-2005 (US\$ bilhões)

Discriminação	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Países desenvolvidos	-268,40	-219,80	-237,40	-217,20	-283,90	-510,70
Estados Unidos	-416,00	-389,50	-475,20	-519,70	-668,10	-805,00
Japão	119,60	87,80	112,60	136,20	172,10	163,90
Alemanha	-32,50	0,40	40,80	45,50	101,70	114,80
China	29,50	17,40	35,40	45,90	68,70	158,60
Memorandum						
Déficit global	-664,90	-569,40	-653,70	-746,00	-965,20	-
Estados Unidos/Déficit global	0,63	0,68	0,73	0,70	0,69	-

Fonte: IMF (2006) e Unctad (2004).

Surpreendentemente, no período em que a formação do déficit foi mais elevada, entre 2001/2006, a taxa de juros básicos americanas em termos nominais, esteve em patamares equivalente ao que prevaleceu no início da década de 60. A maior economia do mundo tem conseguido financiar o seu déficit externo com taxas de juros muito baixas.

As razões para que o resto do mundo continue a manter a disposição de continuar financiando os Estados Unidos são de duas naturezas: de um lado, o estímulo proporcionado pelo recente crescimento relativamente vigoroso dos Estados Unidos e, de outro, a poupança gerada no mundo para financiar o déficit americano não encontraria outro lugar substituto para aplicar os recursos ociosos.

A Ásia e a Europa têm adotado a estratégia de crescimento induzido pelas exportações. No primeiro caso, os países têm se utilizado do expediente de fixar a taxa de câmbio em dólar para cotações que têm permitido um efeito positivo para as suas exportações. No caso da Europa, para manter a competitividade internacional, os países têm imposto restrições aos salários, o que tem enfraquecido a demanda doméstica. Nesse contexto, a adoção de

uma desvalorização acentuada do dólar poderia trazer sérias conseqüências para essas duas regiões. A solução passaria por um ajustamento ordenado, em que os Estados Unidos promoveriam certa apreciação adicional da moeda e os principais parceiros comerciais procurariam estimular suas economias domésticas (UNCTAD, 2005).

A capacidade de endividar-se dos países em desenvolvimento, que já vinha sendo aumentada na década de 70, em face do desenvolvimento do euromercado, incrementou-se ainda mais na década de 90, decorrente do processo de globalização financeira, que ampliou ainda mais os espaços de valorização dos capitais dos países industrializados.

A contrapartida deste movimento foi a maior dependência financeira dos países em desenvolvimento, de modo que se verifica uma mudança na forma das crises se manifestarem. Nos anos 80, quando predominavam os empréstimos como instrumento de dívida, uma vez que estes permaneciam internalizados no país devedor, as crises possuíam uma duração prolongada. A partir da década seguinte, com o predomínio de instrumentos de dívida securitizáveis, na medida em que fica posta a possibilidade de ocorrer fuga de capitais, as crises passam a ter menor duração e ocorrem de forma recorrente, passando a ter uma dinâmica parecida com o colocado por Minsky.

Apesar de uma grande parte dos países em desenvolvimento ter promovido uma mudança nas suas pautas de exportação, com o peso relativamente maior sobre os produtos manufaturados, essa alteração do padrão comercial, embora garanta dinâmica maior na inserção do comércio mundial, não altera fundamentalmente a dependência estrutural comercial secular, de acordo com a tese de Prebisch.

A política de reafirmação da hegemonia americana tem alternado entre manter a competitividade dos Estados Unidos (valorização da moeda) e o enquadramento dos seus principais parceiros comerciais (desvalorização do dólar). Entretanto, esta política não tem sido suficiente para livrar o país de uma trajetória de crescentes déficits em transações correntes.

Esse movimento tem sido contraditório para os países em desenvolvimento: de um lado, junto com a intensificação do comércio sul-sul, isso tem contribuído para o aumento de suas exportações, permitindo melhoria das condições de inserção comercial de grande parte dessas nações. De outro,

a dinâmica da inserção financeira dos países emergentes tem implicado a sua dependência dos fluxos financeiros internacionais, instabilizando as suas economias.

Os elevados déficits externos norte-americanos têm drenado crescentemente recursos do mundo, conforme pode ser atestado pela forte deterioração da posição dos investimentos internacional líquida. Esse fato constitui uma situação perigosa para os mercados emergentes, ainda muito dependentes desses recursos.

Os Estados Unidos têm conseguido financiar o seu déficit externo a baixas taxas de juros. Entretanto, essa realidade tem mudado recentemente. Desde o início de 2004, quando a taxa do *federal fund* situava-se em 1,0%, até a última alteração, em julho de 2006, para 5,25%, já houve 17 alterações. Esse fato, até o presente momento, implicou comportamento ainda tímido por parte dos investidores internacionais de se desfazerem de ações e de ativos dos mercados emergentes, procurando com isso fugir do risco e procurar investir em títulos do Tesouro dos Estados Unidos. Caso esse movimento, caracterizado por *flight to quality*, ocorra em escala considerável, a possibilidade de afetar abruptamente o risco-país dos mercados emergentes seria muito grande.

Um efeito semelhante sobre as economias emergentes poderia ocorrer com a implementação de um ajuste de grandes proporções nos Estados Unidos, na medida em que afetaria dramaticamente as exportações dos países em desenvolvimento, não somente porque constitui o maior mercado nesse sentido, mas também porque atingiria o comércio sul-sul. Por conseguinte, haveria uma sensível deterioração no balanço de pagamentos dessas economias, e os investidores internacionais procurariam sair das posições dos títulos de dívida externa emitida pelos países em desenvolvimento, de modo que os seus indicadores do risco-país seriam igualmente afetados.

Sumarizando: a comparação da inserção externa realizada entre a Ásia e América Latina e Caribe evidencia que o primeiro caso constituiu um processo bem mais autônomo do que o segundo, no que diz respeito tanto à inserção financeira quanto à inserção comercial. No que tange à inserção financeira, a Ásia caracterizou-se por ser a região cujo padrão de financiamento foi baseado predominantemente nos investimentos diretos

estrangeiros, enquanto que, na América Latina, os investimentos de carteira tiveram uma participação significativa, implicando maior precarização na forma de financiamento. Em relação à inserção comercial, enquanto os países do Sudeste Asiático já apresentavam, no início da década de 80, maior participação dos manufaturados na pauta das exportações, os países latino-americanos conseguiram esse feito somente no final da década de 90. Adicionalmente, todas aquelas nações da sub-região da Ásia encontravam-se dentro desse novo padrão comercial, enquanto na América Latina somente poucos países estavam enquadrados nesse contexto, refletindo um grande diferencial em relação ao dinamismo de suas economias regionais.

5. REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA E O ÍNDICE RISCO-BRASIL

A reestruturação da dívida externa ocorrida em meados da década de 90 implicou seu processo de securitização, ou seja, na transformação da dívida antiga por emissões de títulos comercializáveis que passaram a ser utilizados para a construção de um índice de medição do risco-Brasil, como será detalhado a seguir.

5.1. Histórico

O Brasil enfrentou duas grandes renegociações da sua dívida externa, no último quartel do século XX. A primeira negociação ocorreu logo após a moratória mexicana de setembro de 1982, estava relacionada ao desenvolvimento do mercado de eurodólares e à forma como o país ingressou nesse segmento. Não obstante uma ampla reforma do sistema financeiro doméstico, em meados dos anos 60, acabou prevalecendo a premissa da insuficiência da poupança interna, quando o país realizou a sua primeira grande inserção no sistema financeiro internacional. Esse movimento desencadeou no processo de seu sobreendividamento, o que acabou acarretando na necessidade de recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI), em novembro de 1982, em face da deterioração de suas reservas internacionais.

A segunda renegociação, condicionada pela primeira, decorreu do acordo fechado com o comitê dos bancos credores, em julho de 1992, dentro do contexto da reestruturação das dívidas dos países em desenvolvimento que se encontravam em condições semelhantes de excessivo endividamento. Essa reestruturação, patrocinada pelos Estados Unidos, envolveu um movimento de securitização da dívida dessas economias, aspecto importante para a questão do risco-soberano, na medida em que esse processo permitiu a criação de um indicador que passou a fazer a sua medição.

A evolução histórica da relação dívida externa/exportações contribuiu para melhor detectar o momento que o Brasil entrou na trajetória de sobreendividamento, aspecto esse fundamental para a compreensão do próprio processo de renegociação da dívida externa brasileira.

Após a grande depressão da década de 30, ante a impossibilidade de manter o ritmo de crescimento das exportações vigente no modelo primário-exportador, os países latino-americanos optaram pelo modelo de substituição de importações com o intuito de contrabalançar a redução da demanda externa por seus produtos.

Na ótica de Prebisch (1964), essa opção deve-se a duas razões: primeira: mesmo depois do pós-guerra, os países industrializados não estariam dispostos a abrir os seus mercados para os produtos manufaturados dos países periféricos. A partir dessa data, esses países começam a utilizar-se do expediente da tarifas alfandegárias como meio de proteção dos seus respectivos mercados internos; segunda: nem mesmo os países latino-americanos estavam propensos a fazer frente a essas barreiras comerciais, uma vez que a própria substituição de importações representava um meio de obter "um mercado interno crescente e seguro", desde que devidamente amparadas por políticas de defesas contra as importações.

Em meados da década de 50, após um período de escassez de dólares, a economia mundial finalmente encaminhava-se em direção à conversibilidade das principais divisas, o que abria espaço para o restabelecimento do movimento internacional de capitais, que tinha sido interrompido pela grande depressão prologanda pelo efeito da Segunda Guerra Mundial.

No Brasil, essa nova conjuntura internacional permitiu inaugurar o modelo de substituição de importações comandada pelo Estado e fortemente apoiada pelo endividamento externo. O governo Juscelino Kubitschek aproveitou esse momento favorável para aprofundar o processo de substituição de importações, ao internalizar a produção dos bens duráveis e ampliar a produção de bens de capital (VILLELA, 2005).

A implantação do Plano de Metas exigia a ampliação das funções do Estado, notadamente nos setores de energia, transporte e insumos básicos. Diante da ausência de uma reforma tributária e de um mercado de capitais dinâmico, a solução recaiu sobre o financiamento inflacionário e pela atração do capital estrangeiro mediante a instrução 113²⁵ (OLIVEIRA, 1991).

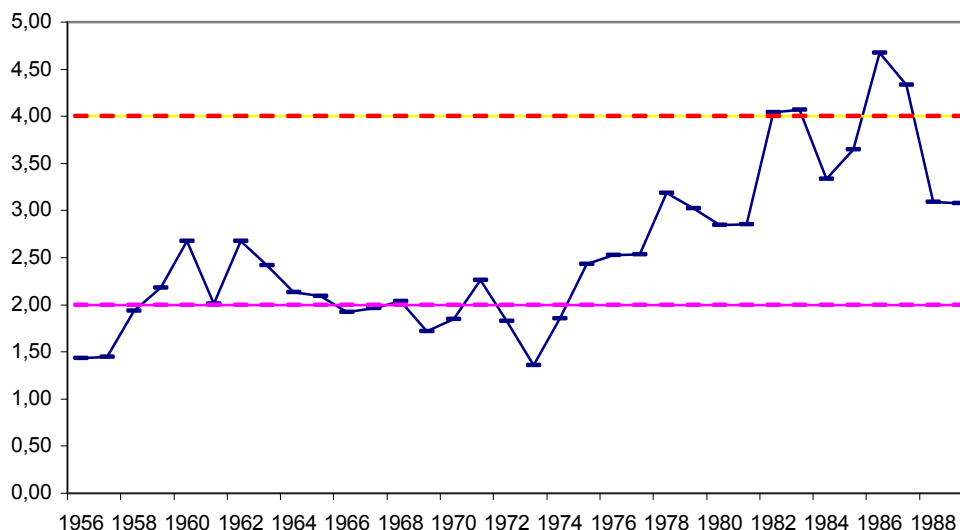
A Figura 5 demonstra a relação fundamental da dívida externa/exportações²⁶ para o período de 1956-1989. No período de vigência do Plano de Metas, diante da utilização de recursos externos, principalmente na forma de empréstimos, a relação dívida externa/exportações subiu de praticamente 1,5 para o patamar de 2,6, indicando um aumento superior ao recomendável de 2,0, conforme indicado pela linha tracejada inferior.

No período seguinte, 1961-1963, os governos Jânio Quadros e João Goulart acabaram enfrentando uma crise do balanço de pagamentos, por conta da política anterior, obrigando o primeiro, logo no início, a adotar várias medidas como uma forte desvalorização do câmbio e a unificação do mercado cambial, através da instrução 204.

A perspectiva era aumentar as exportações para fazer frente às despesas com o serviço da dívida externa, o que diferentemente do período anterior registrou uma taxa de crescimento positiva. Entretanto, os resultados em termos da relação dívida externa/exportações foram contraditórios, embora seu valor tenha oscilado no período acima do patamar considerado ideal.

²⁵ A instrução 113, de 27 de janeiro de 1955, autorizava a importação de bens de capital sem cobertura cambial. Foi adotada no período, em função da escassez de dólares na economia brasileira.

²⁶ Enquanto regra de bolso, Simonsen e Cysne (1989, p. 74) faziam a seguinte observação: recomendavam uma relação dívida externa/exportações abaixo de 2,0; consideravam perigosas quando essa relação situava-se entre 2,0 e 4,0; e acima desse limite acreditavam que a economia encontrava-se em estado crítico.



Fonte: IPEA – séries históricas (IPEADATA).

Figura 5 – Dívida externa/exportações: 1956-1989.

No período de 1964-67, o Brasil passou por três mandatos de presidentes militares: Castelo Branco (1964-66); Arthur da Costa e Silva (1967-69); e Emílio Garrastazu Médici (1969-73). O primeiro governo pautou-se praticamente por toda a implementação das reformas estruturais nos setores financeiros, tributários e do mercado de trabalho.

Identificando-se as falhas ocorridas no financiamento do Plano de Metas, uma vez que ficaram restritas à emissão de moedas e ao capital externo, o objetivo das reformas era dotar o Estado de capacidade de financiamento não inflacionário concomitantemente à reformulação do sistema financeiro e de capitais de modo que fossem capazes de financiar o processo de industrialização em curso.

Outro ponto importante da reforma foi à ampliação do grau de abertura de economia brasileira ao capital externo, permitindo ao país realizar sua primeira grande inserção ao sistema financeiro internacional. As principais medidas tomadas nesse sentido foram as seguintes:

- Instituição da Lei 4.390/64²⁷, que permitiu que as empresas nacionais pudessem captar diretamente recursos no exterior e facilitou as remessas de lucro para o exterior.
- Instituição da Resolução 63/67 do Bacen, que regulamentou a captação de empréstimos externos pelos bancos nacionais a fim de que pudesse repassar esses recursos às empresas domésticas.

Não obstante as reformas estruturais tivessem o sentido de construir um sistema financeiro em condições de fazer frente aos financiamentos requeridos pelas empresas, a abertura financeira foi introduzida por dois motivos básicos: dado o tradicional monopólio que sempre foram exercidos pelos bancos, esperava-se que essas medidas fossem capazes de promover o aumento da concorrência no setor; acreditava-se, na época, que o país carecia de uma estrutural deficiência de poupança interna, de modo que, para a continuidade do processo de industrialização, haveria a necessidade de complementá-la com poupança externa (HERMANN, 2005).

Em função das medidas restritivas adotadas no governo Castelo Branco, o Brasil acabou sendo favorecido por ingressos de capitais voluntários e de empréstimos de regularização. Devido ao nível adequado do câmbio e ao fraco desempenho da economia no biênio 1964-65, as exportações experimentaram uma taxa de crescimento relativamente elevada no período, permitindo a continuidade da queda na relação dívida externa/exportações, que vinha ocorrendo desde 1962, até alcançar o patamar satisfatório indicado pela linha tracejada inferior.

No período de 1968-73, que englobava os governos de Costa e Silva e Médici, verificou-se uma forte expansão da economia, cujas taxas de crescimento situaram-se na média em 11%. Para suportar tal ritmo de crescimento, o país teve que recorrer a empréstimos externos oriundos do eurodólar, que passava por um momento de difusão, o que permitiu a ampliação da liquidez internacional.

O país, além de possuir uma legislação que tinha promovido uma abertura do mercado financeiro doméstico para o exterior, pôde também contar com uma política cambial favorável à atração de capital externo. Considerando

²⁷ A Lei 4.390/64 alterou a Lei 3.131/62 nos dois sentidos descritos no próprio texto.

que a economia brasileira convivia na época com uma inflação de dois dígitos, não obstante a política recessiva que tinha vigorado no período anterior, as minidesvalorizações introduzidas a partir de 1968 tinham a intenção de evitar a sua apreciação, aspecto que tinha sido muito comum na política cambial do pós-guerra e que os governos militares procuravam evitar porque o consideravam uma fonte de desequilíbrio do balanço de pagamentos.

A dívida externa saltou de US\$ 3,4 bilhões, em 1967, para US\$ 14,9 bilhões, em 1973. No final do período, as reservas situaram-se no nível de US\$ 6,4 bilhões, ou seja, mais de 40% do estoque da dívida externa, indicando claramente que houve um processo de endividamento excessivo.

No mesmo período, ocorreu grande aumento das exportações, em função de uma política de comércio exterior agressiva que procurou inclusive promover uma diversificação da pauta de exportações. Três foram os principais eixos contemplados por essa política comercial:

- medidas fiscais e creditícias, incluindo isenção nos pagamentos de IR, IPI e ICM;
- flexibilização da política cambial com a introdução das minidesvalorizações;
- desburocratização, promoção dos produtos no exterior pelo governo e melhorias no transporte e comercialização (LAGO, 1990).

A relação dívida externa/exportações entre 1967-1973 começou e terminou no mesmo patamar de 2,0. Esse resultado foi fruto do vigoroso crescimento das exportações experimentado pela economia brasileira nesse período, o que contrabalançou o forte incremento da dívida externa. Assim sendo, a relação oscilou o tempo todo em torno do valor central relativo à relação desejável.

O Governo Geisel (1974-78), logo de início, defrontou-se com um grande dilema na medida em que ocorreu o primeiro choque de petróleo. O grande salto para a industrialização da economia, propiciado na gestão de Juscelino, tinha recaído nos bens de capital e principalmente nos bens de consumo duráveis, em detrimento dos bens intermediários, a exemplo de siderurgia e petroquímica. A indústria automobilística que representou o carro chefe da internalização dos bens de consumo duráveis passou a exigir crescentemente o aumento do consumo doméstico de gasolina.

Diante desse quadro, de acordo com Carneiro (1990), duas eram as opções básicas com que as autoridades econômicas se defrontavam na época: a primeira, promover uma desvalorização do câmbio visando à alteração dos preços relativos, de modo a internalizar de imediato os novos custos, propiciando o ajustamento da demanda. Por conseguinte, essa opção representava uma via nitidamente recessiva. A segunda implicava ajustar a oferta para se adequar à demanda, o que propiciava a continuidade do crescimento.

A elevação do preço do petróleo permitiu um grande aumento das receitas dos países exportadores do produto que canalizaram grande parte desses recursos para o mercado de eurodólares. Neste sentido, a disponibilidade de liquidez a juros baixos no mercado externo contribuiu para que a opção recaísse sobre a segunda alternativa, que acabou constituindo-se na estratégia de crescimento com endividamento externo.

Castro e Souza (1985) consideravam que o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) constituía, de fato, um aprofundamento do modelo de substituição herdado de Juscelino, na medida em que este procurava "superar a atrofia dos setores produtores de insumos básicos e de bens de capital". Os autores reforçam seu argumento ao lembrar que os setores de metalurgia e a petroquímica foram merecedores de destaque nos blocos de investimentos detalhados no II PND. Além disso, destacam que o plano não implicava somente na substituição de importações, uma vez que, com a maturação dos investimentos, abrir-se-ia espaço para novas frentes de exportações.

Em função do choque de petróleo, as principais economias industriais desaceleraram suas economias, de modo que naquele momento ficava inviabilizada a possibilidade do Brasil compensar o incremento da dívida externa com o aumento das exportações.

A relação dívida externa/exportações em 1974, no início do governo Geisel, situava-se praticamente em 2,0, ou seja, em cima da linha tracejada inferior. Em 1978, a mesma relação já se encontrava ligeiramente acima de 3,0, exatamente no meio das linhas inferior e superior, indicando uma piora sensível da vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Ao final da década de 70, uma nova rodada de aumento dos preços do petróleo, conjugada com a elevação das taxas de juros internacionais, tornaria a comunidade financeira internacional cada vez mais receosa de continuar fornecendo fundos emprestáveis aos países devedores para cobrir o crescente desequilíbrio do balanço de pagamentos dessas economias (CARNEIRO; MODIANO, 1990).

Diante desse contexto, na administração de Figueiredo (1979-84), após um período inicial de crescimento, a partir de 1981, a política econômica volta-se para uma típica política ortodoxa, cuja ênfase do ajuste recessivo recaiu basicamente sobre o controle da absorção interna. Para piorar o quadro conjuntural, o segundo choque de petróleo e o choque de juros induziram novamente a economia mundial para a recessão. Por conseguinte, os resultados sobre as exportações no período 1981-1983 foram pífios.

O reflexo dessa política sobre a relação dívida externa/exportações no período, em face de uma conjuntura desfavorável, foi imediato, situando-se no meio das duas linhas tracejadas em 1979, encontrando-se na linha superior no biênio 1982/83, evidenciando uma situação crítica de vulnerabilidade externa. A relação somente recuou um pouco da linha superior no ano seguinte mediante a adoção da maxidesvalorização.

Em razão da primeira maxidesvalorização adotada no final dos anos 70, a inflação ultrapassou a casa de 100% em 1980, medido pelo IGP. No triênio 1981-83, não obstante o ajuste recessivo, a inflação não cedeu significativamente. Em 1984, decorrente de uma nova maxidesvalorização, a inflação já tinha ultrapassado o patamar de 200%.

Esses fatos contribuíram para que no Governo Sarney (1985-89) fossem adotados três planos heterodoxos de estabilização: Cruzado, Bresser e Verão. O primeiro, em 1986, ao adotar uma âncora nominal (congelamento de todos os preços, inclusive o câmbio), acabou promovendo uma forte elevação da demanda doméstica, com reflexos negativos sobre as exportações. Os demais planos encaminharam cada vez mais para a ortodoxia, na medida em que o controle exercido sobre a absorção doméstica foi cada vez maior.

Segundo Castro (2005), o resultado final foi que as exportações acabaram liderando o crescimento entre 1985 e 1989, exceto no período relativo ao Cruzado. As razões encontradas foram a maturação dos projetos

oriundos do II PND; a queda da demanda interna, principalmente a partir de 1987; e o maior crescimento da economia mundial.

Desse modo, a relação dívida externa/exportações que tinha rompido a barreira da linha superior, no biênio 1986/87, alcançado o maior valor de toda a série histórica, pôde recuar mais uma vez para um pouco abaixo de 4,0 no biênio 1988/89.

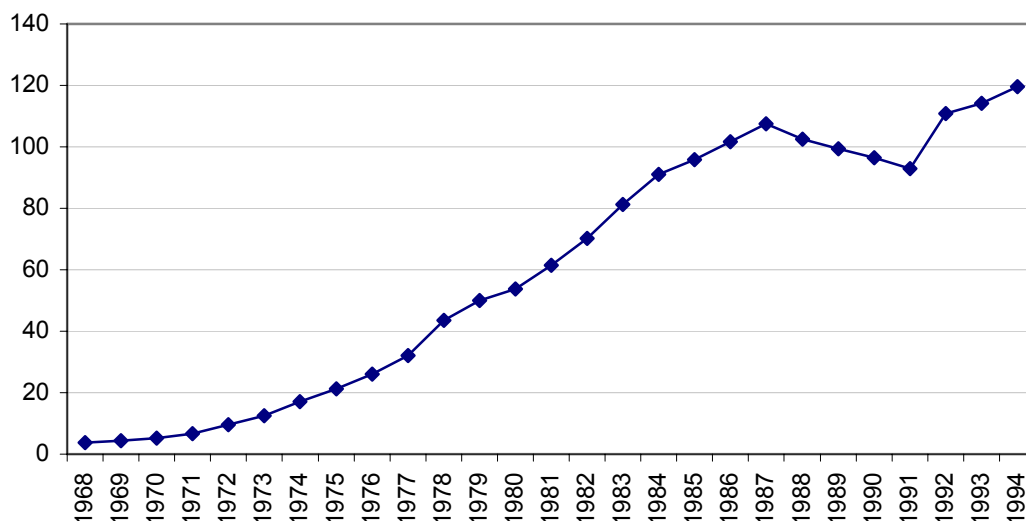
Examinando-se a Figura 5, pode-se constatar que a opção feita em 1974 representou um marco divisório: no período anterior (1956-74), a relação dívida externa/exportações girava em torno do valor central da linha inferior; no período posterior (1974-89), a citada relação encaminhou-se de forma persistente para encostar-se e mesmo ultrapassar o teto superior, evidenciando um período de exposição aberta da vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Na perspectiva de Castro e Souza (1985), o II PND representava não somente o aprofundamento do modelo de substituição de importações, mas também a possibilidade de diversificar e ampliar as exportações. Contudo, ele não se mostrou suficiente para fazer frente à estratégia de crescimento com endividamento em meio a uma conjuntura adversa, de modo que a economia brasileira ficou exposta a uma significativa vulnerabilidade externa.

5.2. As fases da renegociação

Além das matérias-primas industriais, o primeiro choque do petróleo revelou dramaticamente a dependência do Brasil das importações de derivados de petróleo. O II PND visava contornar esses problemas ao beneficiar não somente o setor de bens de capital, mas também os setores de insumos básicos.

Na medida em que as autoridades econômicas da época fizeram a opção pelo crescimento com endividamento, como pode ser constatado pela Figura 6, no período de 1974-78, o país assiste ao aumento da dívida externa determinado basicamente pela absorção do hiato de recursos reais do exterior. Nesse mesmo período, a dívida externa eleva-se ligeiramente acima de US\$ 17 bilhões para um patamar superior a US\$ 40 bilhões, ou seja, mais que o dobro do valor.



Fonte: IPEA – séries históricas (IPEADATA).

Figura 6 – Dívida externa: 1968-1994.

A partir de 1979, com o advento do choque de juros, a dívida passa a crescer de forma endógena, em função da absorção do hiato de recursos financeiros do exterior, o que contribuiu definitivamente para caracterizar o sobreendividamento da dívida externa. Em 1982, essa dívida já registrava valor de US\$ 70 bilhões (REIS VELLOSO, 1990).

A taxa de juros internacional sem precedentes não somente afetou negativamente o comércio internacional e a deterioração dos termos de troca em detrimento dos países em desenvolvimentos, mas igualmente elevou sobremaneira os seus estoques de dívidas externas, de modo que o risco de continuar emprestando para esses países aumentou dramaticamente. Em 1982, com o fito de diminuir substancialmente sua *exposure* (exposição à dívida) às nações endividadas, os banqueiros internacionais reduziram substancialmente a oferta global de crédito externo.

Em setembro de 1983, o Brasil foi induzido a fazer uma renegociação de sua dívida externa em bases convencionais. O acordo com os credores internacionais, intermediado pelo FMI, envolvia basicamente três aspectos cruciais:

- enquanto dispusesse de reservas, deveria continuar honrando os seus compromissos externos;
- um ajustamento da economia teria que ser realizado, de modo a restabelecer o equilíbrio do balanço de pagamentos;
- como contrapartida do ajuste, haveria o reescalonamento do principal e o recebimento de "dinheiro novo" para financiar parte dos pagamentos de juros (BATISTA JÚNIOR, 1988).

A vulnerabilização dos bancos internacionais em função do choque de juros também decorreu do ambiente recessivo em que as principais economias capitalistas tiveram que conviver. O processo de securitização que os bancos implementaram nessa época fez parte da estratégia de redução de sua *exposure*, na medida em que esse instrumento permitia repassar o risco conjuntural associado a seus ativos a terceiros.

Evidentemente aquelas medidas adotadas pelos bancos credores, diante do grau de vulnerabilidade do sistema financeiro internacional, não poderiam ser sanadas no curto prazo. Diante dessa realidade, o processo de ajustamento na América Latina, incluindo o Brasil, prolongou-se ao longo dos anos 80, gerando baixas taxas de crescimento, altos níveis de desempregos e inflação, o que ficou conhecido como a década perdida.

Embora o objetivo do governo dos Estados Unidos fosse, desde o início da crise, o de preservar a estabilidade dos seus sistemas bancários, o processo de ajustamento exigia que os países devedores gerassem superávits, e isso tinha como contrapartida o próprio aumento do déficit em conta corrente americana, que, nessa época, encontrava-se bastante elevado. Por conseguinte, não havia interesse em que essa situação perdurasse eternamente.

Nesse contexto, o Plano Baker²⁸, concebido em outubro de 1985, representou a primeira tentativa de reverter essa situação. Os governos credores continuavam a se opor a qualquer tentativa de negociação da dívida que envolvesse a sua redução. Continuava a perspectiva de zelar pela saúde financeira dos seus bancos domésticos. Entretanto, apoiavam o abrandamento da carga de dívida, com base na ampliação do cronograma de pagamentos.

²⁸ O nome do Plano Baker deve-se ao seu idealizador, o secretário do Tesouro dos Estados Unidos James Baker III.

Portanto, ainda se tratava de uma renegociação da dívida externa em bases convencionais (SACHS; LARRAIN, 1995).

O fracasso do Plano deveu-se ao fato de que sua implementação exigia o aumento do grau de *exposure* dos bancos credores, o que eles não aceitavam, uma vez que nesse período ainda se encontravam fragilizados. Além disso, os Estados Unidos e demais países industrializados apresentavam uma elevada dívida pública, o que bloqueava a solução via socialização dos prejuízos.

Formulado em março de 1989, o Plano Brady²⁹ finalmente reconheceu que o fardo do pagamento da dívida dos países devedores era grande demais. O referido plano não entrou em detalhe sobre as bases da negociação entre credores e devedores; apenas tinha como princípio básico o fato de que se deveria reduzir o passivo dos devedores através da redução de juros ou da redução do principal (SACHS; LARRAIN, 1995).

No caso do Brasil, a renegociação com base nos princípios norteadores do Plano Brady realizou-se em julho de 1992. As bases definidas entre o governo brasileiro e o comitê assessor dos bancos credores estabeleciam:

- a conversão de dívida como forma de aporte de dinheiro novo;
- a transformação da dívida antiga (dívida velha) em títulos (dívida nova), o que caracterizava um processo de securitização da dívida. A redução da dívida seria viabilizada através de dois mecanismos: a) estabelecimento de taxas de juros inferiores ao que vigorava no mercado para a dívida nova; e b) desconto em relação ao valor de face da dívida velha.

Com relação à dívida antiga, objeto da reestruturação, o menu de opções oferecido aos credores contemplava sete instrumentos, dos quais seis constituíam-se de bônus³⁰, o que de fato o caracterizou como um processo de securitização. Os instrumentos específicos de securitização que compõem o menu são os seguintes: Bônus de Conversão de Dívida, Bônus de Dinheiro Novo, Bônus ao Par, Bônus de Capitalização, Bônus de Redução Temporária de Juros e Bônus de Desconto (ANDIMA, 1995).

²⁹ O Plano Brady também recebeu esse nome por causa do secretário do Tesouro dos Estados Unidos Nicolas Brady.

³⁰ A sétima opção referia-se a contrato de reestruturação cuja inclusão atendia apenas a interesses de ordens regulatória e fiscal dos credores (ANDIMA, 1995, p. 38).

Os dois primeiros instrumentos contemplavam o aporte de dinheiro novo, sendo que, pela opção do Bônus de Conversão, a cada US\$ 5,5 de dívida antiga transformada no referido título, o credor teria que se comprometer em realizar US\$ 1,0 de novos aportes de recursos ao país, o que implicaria emissão do Bônus de Dinheiro Novo.

Os títulos referentes ao Bônus ao Par, Bônus de Capitalização e Bônus de Redução Temporários de Juros referem-se à perspectiva de diminuir a dívida através da redução da taxa de juros. Os dois primeiros envolviam a fixação das taxas de juros, inicialmente em escala crescente³¹, o que, além de mitigar o fluxo de caixa nos anos iniciais, constituía uma proteção contra as suas oscilações. No último, embora estabelecesse uma taxa de mercado a partir de certo tempo, as taxas eram inicialmente fixadas abaixo de mercado, o que propiciava nesse período uma redução da carga de juros.

Finalmente, o Bônus de Desconto contemplava a troca de dívida antiga por um desconto de 35% do valor de face, de modo que esse era o único título que permitia, de imediato, uma redução da dívida externa. Os credores internacionais converteram cerca de US\$ 47,5 bilhões de dívida pretérita em US\$ 43,6 bilhões de novos bônus, o que significou uma redução de US\$ 4 bilhões no estoque de dívida externa. A respectiva redução foi viabilizada pela alocação de US\$ 11,22 bilhões em Bônus de Desconto, que, dado o desconto de 35%, transformaram-se em US\$ 7,29 bilhões (ANDIMA, 1995).

O acordo firmado também contemplava maior flexibilidade na administração do passivo externo do país, na medida em que permitia as seguintes operações:

- a recompra de títulos (*debt buy-back*);
- pré-pagamentos dos títulos (*call features*);
- troca dos títulos emitidos por títulos novos (*debt-for-debt exchanges*).

Além disso, não seriam permitidas futuras reestruturações, o que significava que, daquela data em diante, as soluções deveriam ser determinadas exclusivamente pelo mercado (CERQUEIRA, 1997).

Dois aspectos devem ser considerados quanto à reestruturação da dívida externa brasileira; a redução da dívida não foi suficiente para livrar o

³¹ A diferença básica entre ambos estava no estabelecimento diferenciado das taxas e na escala (ANDIMA, 1995, p. 39).

país de um quadro grande de vulnerabilidade externa; e o processo de securitização permitiu maior flexibilidade na gestão do passivo externo. Antes disso, ao longo dos anos 80, a economia brasileira teve que conviver com um longo processo de ajustamento. Entretanto, deve-se fazer uma ressalva de que a ampliação da liquidez, que praticamente coincidiu com o processo de reestruturação das dívidas dos países em desenvolvimento, contribuiu para maior grau de liberdade na administração desses passivos.

5.3. Risco-Brasil e a reestruturação da dívida externa brasileira

O risco-país deveria revelar a disposição de um governo de honrar os seus compromissos, incluindo, por exemplo, a probabilidade do estabelecimento de restrições a transferências ao exterior, ou até mesmo o de decretar uma moratória da dívida externa, situações que ocorrem com freqüência nos países emergentes.

A função das agências de *rating* é estabelecer *benchmark* (parâmetros) para classificação de riscos dos diversos emissores de *securities* (soberanos e corporações). A remuneração oferecida para cada instrumento financeiro é estabelecida a partir dessas classificações, que são utilizadas pelos bancos como requisitos para provisão de capital.

Canuto (2002) faz ainda uma distinção entre o risco-país e o risco soberano, que o define como um risco associado a empréstimos para determinado governo, portanto um conceito mais restritivo, na medida em que contempla somente o mercado de crédito. Assim sendo, as agências internacionais de *rating*³², com base na probabilidade de inadimplência do tomador, no caso o governo, realizam classificações de risco de crédito que servirão de base de julgamento por parte dos investidores institucionais, em relação ao posicionamento de seus ativos.

Quanto ao risco soberano determinado pelas agências de *rating*, elas remontam a proposta creditada ao Acordo de Basiléia de 1988, que visava zelar pela estabilidade financeira internacional. Dentre as iniciativas, destacam-se as regras de capital mínimo de acordo com os *ratings*. Com as crises

³² As classificações de risco de crédito são efetuadas por três agências internacionais: Moody's, Standard & Poor's e Fitch IBCA.

financeiras de 1997/98, explicitou-se a inadequação das regras estabelecidas pelo citado acordo, ao estimularem a excessiva concessão de créditos de curto prazo aos países do Sudeste Asiático, uma vez que se atribuía baixa ponderação de risco de crédito interbancário internacional (FREITAS; PRATES, 2003).

A proposta de revisão do Acordo de Basiléia de 1988, ocorrida em 1999, baseava-se na reestruturação da arquitetura financeira internacional formulada pelos organismos internacionais³³ (FMI e o Banco Mundial) após as crises financeiras de 1997/98, destacando-se: a) o funcionamento inadequado do mercado financeiro internacional associado à falta de transparência de informações dos países periféricos; e b) o comportamento negligente dos bancos e investidores estrangeiros em face da perspectiva de as nações em dificuldades serem socorridas pelos organismos internacionais, isto é, a questão de moral *hazard* (FREITAS; PRATES, 2003).

Três diretrizes foram evidenciadas: requerimento de capital mínimo; supervisão da adequação de capital; e fortalecimento da disciplina de capital. A primeira, que já constava na proposta anterior, procurou corrigir a distorção pretérita que considerava os empréstimos interbancários de curto prazo de baixo risco. Pela nova proposta, as operações de empréstimos de médio prazo, cujo *funding* constituem-se de recursos de curto prazo, seriam “oneradas” com a instituição de certos requerimentos de capital mínimo (FREITAS; PRATES, 2003).

Quanto ao risco-país, sua medição é baseada na avaliação dos preços de mercado dos ativos. O indicador utilizado pelo mercado é dado pela diferença³⁴ entre o retorno de algum ativo em dólares do país, conforme sua negociação em mercado secundário no exterior e o rendimento de um ativo livre de risco com prazo de vencimentos equivalentes.

Os ativos domésticos utilizados são os *Bradies*, assim denominados porque contemplam os títulos que surgiram com a renegociação da dívida externa dos países em desenvolvimento que reestruturam seus passivos de acordo com a concepção do Plano Brady. Com relação aos ativos livres de

³³ Os organismos internacionais basearam-se nos modelos de crises financeiras para a formulação da arquitetura do sistema financeiro internacional.

³⁴ A diferença é denominada de *spread* que representa o prêmio de risco, que é medido em termos de pontos-base, definido como segue: pontos-base = $\text{spread} \times 100$.

risco, os títulos considerados são os *treasury-bonds*, emitidos pelo tesouro americano.

A diferença fundamental entre as classificações de risco proporcionadas pelas agências de *rating* e pelo risco-país é a de que as primeiras levam em consideração uma análise de crédito, que supostamente apresentaria uma perspectiva de longo prazo, motivo pelo qual se justificariam poucas alterações sobre a divulgação dos *ratings*. Diferentemente, essas alterações ocorrem com o risco-país, em que as freqüentes oscilações dos *spreads* pelo mercado fazem com que haja uma volatilidade se seu índice, o que torna esse indicador mais perturbador para as economias em desenvolvimento.

O risco-país constitui um indicador que foi desenvolvido e tem sido divulgado pelo banco J.P. Morgan em três versões:

- Emerging Market Bonds Index Plus (EMBI+);
- Emerging Market Bonds Index Global (EMBIG);
- Emerging Market Bonds Index Global Diversificado (EMBIG Diversificado).

Todos esses índices foram criados em resposta à demanda dos investidores internacionais, de forma que constituíssem um *benchmark* que pudesse auxiliar na administração de seus portfólios, referentes à parte que envolve os títulos de dívida soberana dos mercados emergentes negociados no sistema financeiro internacional (MORGAN, 1995).

Os critérios utilizados pelo banco Morgan para a construção dos três indicadores supracitados incluem quatro requerimentos principais: país, instrumentos, entidades emissoras, e liquidez. Os instrumentos referem-se aos tipos de papéis³⁵, sendo o único requerimento comum a todos somente os *bonds* com pelo menos 2,5 anos de maturidade nas suas composições.

A principal diferença entre o EMBI Plus e os demais se encontra no requerimento-país, de acordo com os critérios de classificação das agências de *rating* (Moody's e Standard & Poor's). O primeiro inclui as nações que estão cotadas como *speculative grade*³⁶, enquanto que os outros incorporam as

³⁵ Referem-se aos papéis que fizeram parte da reestruturação da dívida externa. Exemplo: Bônus de Desconto, Bônus ao Par etc., e, ou, novas emissões soberanas.

³⁶ De acordo com os critérios da Standard & Poor's, o *rating* dos considerados *investment-grade* estão entre (AAA; A-) e os *speculative-grade* entre (BBB+; B-). Pela Moody's, o *rating* do *investment-grade* inclui (Aaa, A3) e o *speculative-grade* (Baa1, B3).

economias de baixa e média renda, de acordo com os critérios estabelecidos pelo Banco Mundial (MORGAN, 2004).

Alguns países classificados como de média renda podem estar sendo incluídos como *investment-grade*, a exemplo do Chile, mas são vistos como países emergentes pelos investidores internacionais. Dessa forma, o EMBI Plus constitui um indicador mais restritivo, em termos de inclusão de países para a construção de seu índice, motivo pelo qual será devidamente descartado para efeito de análises do risco-Brasil.

O EMBI Global e o EMBI Global Diversificado utilizam-se dos mesmos critérios de requerimentos. A diferença encontra-se na forma de apropriação do valor capitalizado da emissão de títulos soberanos para a construção de seus respectivos índices. No EMBI Global, eles são integralmente considerados, enquanto no EMBI Global Diversificado essa apropriação depende de uma escala. Quanto maior o valor da emissão do título, menor o percentual a ser considerado³⁷ (MORGAN, 2004).

O EMBI Global diversificado foi construído para atender a demanda dos investidores internacionais que administram carteiras menores de ativos, constituindo-se em um apropriado *benchmark* para esses aplicadores. Entretanto, ele acaba implicando certa distorção, na medida em que permite dar mais peso aos países que possuem menores estoques de capital, motivo pelo qual será igualmente desconsiderado na análise do risco-país.

Neste sentido, o EMBI Global será eleito o indicador para efeito de análise do risco-Brasil. Uma última consideração trata-se do requerimento instrumentos, que, entre outros quesitos, exige que todas as emissões sejam denominadas em dólares. Esse aspecto importa, uma vez que em setembro de 2005, o governo brasileiro emitiu, pela primeira vez em sua história, bônus pré-fixados denominados em reais³⁸ no valor de US\$ 1,5 bilhão, com boa aceitação no mercado internacional. Dessa forma, os títulos que estão denominados em dólares, livre das oscilações da taxa de câmbio, o *spread*, tendem a refletir somente o prêmio exigido pelo mercado relativo à compensação do risco-país.

³⁷ A título de exemplo, uma emissão inferior a US\$ 5 bilhões será 100% apropriada, enquanto que uma emissão superior a US\$ 35 bilhões deve ser totalmente descartada, ou seja, 0% de inclusão na construção do índice (MORGAN, 2004, p. 6-7).

³⁸ Significa dizer que esses títulos passam a estar sujeitos ao risco cambial para os seus detentores, o que revela a confiança depositada pelo investidor internacional.

6. INSERÇÃO EXTERNA E COMPORTAMENTO DO RISCO-PAÍS

A inserção de um país na economia globalizada pode ser analisada pela ótica da conta corrente e pela ótica da conta de capital. Conforme argumentam Greene e Isard (1991), a abertura da conta corrente proporciona:

- criação de um ambiente mais competitivo na medida em que expõe os produtos de um país à concorrência estrangeira;
- promoção de maior produção doméstica, ao permitir melhor acesso à importação de tecnologias mais modernas;
- redução do poder de mercado dos oligopólios domésticos, com impactos desinflacionários.

Em compensação, esses autores alegam que a liberalização comercial pode proporcionar os seguintes efeitos econômicos perversos:

- aumento do desemprego, caso haja extensa substituição de produtos domésticos por importados;
- redução dos salários, necessários para manter a competitividade dos produtos domésticos.

Acrescenta-se que maior exposição à concorrência pode implicar dependência nacional de oligopólios mundiais muito mais poderosos. Entretanto, o câmbio pode amenizar os efeitos negativos sobre o desemprego e salários reais ao tornar as importações mais caras, caso a moeda venha a ser muito depreciada. Neste caso, a política cambial transforma-se em variável

de ajuste, na qual ela deva ser calibrada para evitar que os impactos sejam menos destrutivo possível para a economia.

Mathieson e Rojas-Suárez (1993), por um lado, argumentam que a abertura da conta de capital:

- melhora a eficiência do sistema financeiro doméstico por induzir maior competição entre os bancos;
- reduz o risco financeiro ao permitir que os residentes possam reter portfólios internacionais diversificados.

Por outro lado, eles ponderam que:

- pode ocorrer maior volatilidade dos fluxos de curto prazo, que implica igualmente a maior oscilação da taxa de câmbio;
- os investidores nacionais que possuem aversão ao risco poderiam preferir reter ativos estrangeiros, o que corroboraria para deixar que a poupança doméstica financiasse os investimentos da economia.

Neste sentido, verifica-se a necessidade de haver controle de capital, caso ambas sejam implementadas simultaneamente, para evitar que tais distorções coloquem em risco a própria reforma comercial. Neste caso, o controle dos fluxos de capitais seria uma variável de ajuste para manter ambas as reformas concomitantemente em bom funcionamento.

Considerando em conjunto esses argumentos, compreende-se que os países que passam pela adoção de reformas comerciais e financeiras concomitantemente devem ter em mente uma política cambial e uma política de controles dos fluxos de capitais como parte estratégica de um programa macroeconômico.

O Brasil, quando adotou um programa heterodoxo de estabilização no início da década de 90, implementou a liberalização comercial e financeira simultaneamente, à revelia dos riscos que essa atitude implicava. Na realidade, esse movimento estava em consonância com as reformas que os países da América Latina deveriam adotar como contra face da proposta de reestruturação de suas dívidas, de acordo com o Plano Brady, idealizado em 1989, na administração de George H.W. Bush (KUCZYNSKY, 2004).

6.1. Abertura comercial

A liberalização das barreiras aduaneiras ocorreu de forma decisiva no início da década de 90, embora ela já estivesse em curso desde 1988. Primeiramente, as barreiras não-tarifárias foram objeto de redução em 1990, tanto as de natureza fronteiriça (exemplo: controle de guias emitidas pela CACEX) quanto as listas de importação proibida, dada a existência de similares (FRITSCH; FRANCO, 1991).

Dando seguimento à diminuição das barreiras tarifárias que vinham ocorrendo desde 1988, retratada na Tabela 11, elas se reduziram de forma significativa entre 1990 e 1994, quando a tarifa média passou de 30,0% para 11,2%. Mesmo quando da implantação do Plano Real, em meados de 1994, a abertura comercial continuou com outros expedientes que se somaram ao processo da redução tarifária: valorização do Real frente ao dólar e adoção da tarifa externa comum.

Tabela 11 – Evolução da tarifa nominal de importação: 1988-1995 (%)

Discriminação	Jul. 88	Set. 89	Set. 90	Fev. 91	Jan. 92	Out. 92	Jul. 93	Dez. 94	Dez. 95
Média	38,5	31,6	30,0	23,3	19,2	15,4	13,2	11,2	13,9
Mediana	40,2	32,6	31,3	20,8	20,2	14,4	12,8	9,8	12,8
Desvio-padrão	15,4	15,9	15,1	12,7	10,5	8,2	6,7	5,9	9,5

Fonte: Kume (1996).

Em 1995, a trajetória de declínio da tarifa média sofreu um pequeno recuo, quando se verificou uma ligeira elevação do seu valor nominal, passando para 13,9%. O governo resolveu aumentar algumas alíquotas de importações em face dos imensos déficits comerciais incorridos no final de 1994. Simultaneamente, com o fito de evitar repasse aos preços domésticos, foram reduzidas as alíquotas de diversos insumos (KUME, 1996).

O efeito imediato do plano de estabilização do Real sobre as contas externas do país foi a mudança de sinal da balança comercial, de um saldo

positivo de US\$ 10,5 bilhões, em 1994, para um déficit de US\$ 3,5 bilhões no ano seguinte, ou seja, uma diferença de US\$ 14,0 bilhões.

A manutenção da política cambial valorizada ao dar continuidade aos saldos negativos na balança comercial propiciou a formação de um amplo déficit em conta corrente, em consonância com a Tabela 12, onde se observa que em 1996 já representava 3,14% do PIB e alcançava valor superior a 4% do PIB no ano posterior. Com a mudança cambial promovida no início de 1999, a maxidesvalorização³⁹ do Real, que colocou o valor da moeda doméstica em novo patamar, permitiu uma redução substancial da conta corrente, que se situou em torno de US\$ 24,0 bilhões entre o ano que ocorreu a depreciação e 2001.

Tabela 12 – Conta corrente e saldo comercial do Brasil: 1996-2005 (US\$ milhões)

Discriminação	1996	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Conta corrente	-23.502	-33.416	-24.225	-23.215	-7.637	4.177	11.711	14.199
Saldo comercial	-5.599	-6.575	-698	2.650	13.121	24.794	33.641	44.757
Exportações	47.747	51.140	55.086	58.233	60.362	73.084	96.475	118.308
Importações	-53.346	-57.714	-55.783	-55.572	-47.240	-48.290	-62.835	-73.551
Memorandum								
Conta corrente/PIB	-3,14	-4,24	-4,02	-4,55	-1,66	0,82	1,94	1,78

Fonte: Banco Central do Brasil – séries históricas.

No início de 2001, porém, o valor nominal da moeda continuava praticamente igual ao que prevalecia no início de 1999. Nesse mesmo ano, e principalmente em 2002, a moeda doméstica passaria por um movimento de maior depreciação frente ao dólar, sem, contudo, implicar choque cambial, mas suficiente para contribuir para uma nova rodada de redução do déficit em transações correntes, desta vez ainda mais espetacular que após a adoção do câmbio flutuante, ou seja, em 2002, o déficit reduziu-se para US\$ 7,6 bilhões.

³⁹ Não obstante o declínio do valor nominal do déficit em conta corrente no triênio 1999/2001, a relação déficit corrente/PIB chegou a elevar-se para 4,72% e 4,55% em 1999 e 2001, respectivamente, devido à depreciação cambial que aumenta o PIB, em termos de dólar.

Enquanto o conjunto dos países em desenvolvimento conseguiu alcançar um superávit em transações correntes em 2000, a América Latina somente registrou esse mesmo feito em 2003. Nesse mesmo ano, o Brasil obteve igualmente o mesmo resultado, fato que não acontecia desde 1992. No biênio 2004/2005, os superávits em transações correntes ampliaram-se consideravelmente, atingindo US\$ 14,1 bilhões no final desse período. Tal resultado não poderia ser atribuído à política cambial um pouco mais ativa, uma vez que, no período 2003-2005, volta a ocorrer de forma exagerada uma revalorização da moeda doméstica.

Tal explicação tem que ser encontrada no comportamento da economia mundial, principalmente no período 2003-2005, período em que o comércio internacional cresceu em ritmo excepcional. Essa conjuntura externa favorável tem sido puxada pelos crescentes déficits comerciais americanos, pela dinamização do intercâmbio sul-sul, liderado pela China e, em menor grau, pela Índia, cujas elevadas taxas de crescimento estão induzindo o aumento dos preços de uma série de *commodities* que fazem parte da pauta de exportação do Brasil, e, finalmente, pelos reduzidos níveis das taxas de juros internacionais que vigorou nesse período.

Desde a adoção do plano de estabilização em meados de 1994, a economia brasileira tem recorrido sistematicamente ao expediente da sobrevalorização da moeda doméstica. Para Batista Júnior (2005), a explicação encontra-se nos fortes atrativos que o aumento do valor externo da moeda proporciona:

- o consumo de bens importados e as viagens ao exterior são barateados;
- constitui forte instrumento no combate da inflação; e
- suaviza o custo doméstico das dívidas em moeda estrangeira.

Desde 1999, verifica-se o viés pró-apreciação induzido pelo regime de metas para a inflação. Principalmente por acreditar que a conjuntura internacional, que até o momento, foi extremamente favorável, mas possui uma boa possibilidade de não se repetir, o autor advoga que a política cambial tem que ser mantida de forma competitiva, orientada para estimular as exportações como meio de blindar a economia contra as recorrentes crises cambiais.

Além desses fatores, pode-se também argumentar que o efeito riqueza não se restringe somente à redução da dívida pública em termos de dólar, mas

igualmente pode ser extensivo à compra de ativos no exterior, principalmente pelas classes mais abastadas do país.

A inserção externa no âmbito da esfera produtiva do Brasil, desde o início da década de 90, foi realizada de acordo com o ideário do Consenso de Washington. A abertura comercial deveria tornar o país mais competitivo, de sorte que era esperado pelas autoridades econômicas brasileiras o maior dinamismo do país no comércio internacional.

Na Tabela 13, pode-se constatar que a participação do Brasil praticamente não mudou nesse período. Entre 1990/2000, a participação de mercado (*market share*) das exportações brasileiras praticamente estagnou em 0,9%, ocorrendo uma ligeira alteração somente em 2004, para um patamar de 1,1%; os percentuais continuaram insignificantes, principalmente se levar em conta o tamanho do país. Isso sucedeu também com a América Latina e o Caribe, que mantiveram nesse intervalo a mesma participação de 3,1%.

Tabela 13 – Exportações mundiais por regiões selecionadas: 1990-2004 (US\$ bilhões e %)

Regiões	2004 (US\$ bilhões)	1990 (%)	1995 (%)	2000 (%)	2004 (%)
Mundo	8.907	100,0	100,0	100,0	100,0
América Latina e Caribe	276	3,1	3,0	3,1	3,1
Brasil	96	0,9	0,9	0,9	1,1
Ásia	2.388	21,8	26,0	26,4	26,8
China	593	1,8	3,0	4,0	6,7

Fonte: *World Trade Organization – WTO* (2005).

Em contraste, a China mostrou um dinamismo em suas exportações, com participações crescentes em todo o período, em termos de comércio internacional. Seu percentual inicial foi menos de 2%, para alcançar, no final de 2004, quase 7% do total das exportações do mundo. O país manteve-se em sintonia com o dinamismo asiático, que igualmente ampliou sua participação regional de menos de 22% para quase 27% nesse interregno.

De acordo com Gonçalves (2005), a inserção da economia brasileira no sistema mundial de comércio após a liberalização comercial, a partir de 1990, pode ser vista por dois prismas: pela competitividade do conjunto das exportações do país no contexto do comércio internacional e pela reprimarização, ou seja, aumento da participação relativa de produtos primários em detrimento dos produtos manufaturados sobre a pauta das exportações.

Relativo à primeira questão, analisando-se os próprios dados que constam da Tabela 13, pode-se inferir que a abertura comercial promovida principalmente a partir do governo Collor não produziu nenhum efeito, na medida em que a participação do Brasil, no comércio mundial, praticamente não se alterou no período.

Há evidências de que a economia brasileira se encontra em processo de reprimarização, conforme indicam os dados da Tabela 14. Conforme indicado, as exportações de produtos básicos elevaram-se em 7% entre 2000 e 2005, enquanto as exportações de manufaturados declinaram 3% no mesmo intervalo.

Tabela 14 – Exportações brasileiras por fator agregado: 1996-2005 (%)

Discriminação	1996	1998	2000	2002	2004	2005
Produtos básicos	25,0	25,0	22,0	27,0	29,0	29,0
Semimanufaturados	18,0	16,0	15,0	15,0	14,0	13,0
Manufaturados	54,0	57,0	57,0	53,0	54,0	54,0

Fonte: Banco Central do Brasil (vários números).

Observando-se o comportamento dos manufaturados, os ganhos em termos de participação, que foram obtidos entre 1996 e 2000, perderam-se ao longo da primeira década do século XXI.

Os principais produtos da pauta de exportação do Brasil continuam substancialmente concentrados em produtos primários, com baixo conteúdo de

processamento e elevados intensidade de recursos naturais. Entre eles, destacam-se os minérios de ferro, soja, carne, café, pasta de madeira, açúcar e fumo (GONÇALVES, 2005).

6.2. Conversibilidade da conta capital

Nas décadas de 50 e 60, o acesso a recursos externos pelos países em desenvolvimento era limitado somente às agências oficiais (AID, BID e BIRD) e aos créditos de fornecedores (*supplier's credit*). Nos anos 70, em função do desenvolvimento do euromercado, os bancos comerciais tornaram-se grandes supridores de créditos para aquelas nações. Com o advento da segunda fase da globalização financeira, os bancos deixaram de ser as instituições dominantes, pois perderam espaço principalmente para os investidores institucionais. Adicionalmente, passaram a predominar as operações securitizadas no mercado financeiro internacional.

Na década de 90, os países em desenvolvimento foram cada vez mais capturados pelo processo de globalização financeira, período em que a liquidez internacional foi substancialmente ampliada. No caso do Brasil, a legislação pertinente ao acesso do país ao mercado financeiro internacional acabou sofrendo um processo de adaptação à nova realidade. Afinal, a operação referente à captação externa via Resolução 63/67 e Lei 4.390/64 referia-se a empréstimos sindicalizados. Entretanto, a forma de captação dos bancos e empresas agora era basicamente determinada por emissão de títulos nos mercados internacionais de capitais.

A nova rodada de liberalização financeira⁴⁰ no Brasil tem início no final dos anos 80. Com o fracasso do Plano Cruzado, a economia brasileira assiste a mais uma grave crise cambial que acaba conduzindo à moratória, decretada em 20 de fevereiro de 1987. Dentro desse contexto, as autoridades monetárias instituem a Resolução 1.289, de 20 de março de 1987, que regulamenta os anexos I a III. O intuito era atrair os fluxos de recursos externos, via pessoas físicas, jurídicas e fundos de investimentos constituídos no exterior, de modo a

⁴⁰ Para completo conhecimento da legislação pertinente à conversibilidade da conta de capital, de 1987 a 1998 (D'ALMEIDA, 1999, p. 29-34).

mitigar o problema de escassez de reservas internacionais, em face da interrupção do crédito voluntário (D'ALMEIDA, 1999).

No início da década de 90, o sistema financeiro internacional volta a apresentar ampla liquidez, de modo que o retorno ao acesso de capitais privados permitiria a economia brasileira cobrir o serviço da dívida externa e ainda financiar o saldo da balança comercial, o que teoricamente abriria espaço para o país voltar a crescer de forma sustentada. Para tanto, ter-se-ia que promover alterações institucionais para que se viabilizasse a internalização desses recursos. Neste sentido, a Resolução 1.832, de 31 de maio de 1991, constituiu um marco no processo de abertura da conta de capital ao permitir que os investidores institucionais pudessem investir diretamente em carteiras de títulos e valores mobiliários no país⁴¹.

A Resolução 1.927, de 18 de maio de 1992, lança o programa de lançamentos de *Depositary Receipts*, com dupla função: representar mais uma alternativa de aplicação para os investidores estrangeiros e representar um mecanismo de desenvolvimento do mercado acionário doméstico⁴². Por esse diploma, aquele investidor passaria a ter a prerrogativa de comprar, em seu próprio país, certificados representativos de ações de empresas brasileiras e estas de lançarem títulos de dívida no exterior como forma de captação de dinheiro (D'ALMEIDA, 1999).

Os recursos aplicados ao abrigo dos anexos I a V, da Resolução 1.289/87, referem-se todos aos investimentos em portfólios (carteira). Porém, por esses instrumentos ficava expressamente proibida a aplicação em título de renda fixa⁴³. Neste sentido, a Resolução 2.034, de 17 de dezembro de 1993, veio suprir essa necessidade, o que também é classificado como investimento de carteira⁴⁴. Um outro aspecto importante foi o Fundo de Privatização, regulamentado pela Lei 9.491/97, em que se permitiu que o capital estrangeiro participasse do Programa Nacional de Desestatização (ANDIMA, 1997).

A possibilidade de o residente enviar recursos ao exterior através das contas CC-5 foi efetivada pela Carta-Circular 2.259/92, em que o Banco Central

⁴¹ Regulamenta o Anexo IV da Resolução 1.289/87.

⁴² Regulamenta o Anexo V da Resolução 1.289/87.

⁴³ No caso dos Anexos I a IV, havia a prerrogativa de aplicação de debêntures conversíveis em ações.

⁴⁴ A Resolução 2.689/2000 determinou que quase todos os investimentos de carteira (Anexos I a IV) ficassem ao seu abrigo. A única exceção ficou por conta do anexo V. Adicionalmente, promoveu a isonomia tributária entre residentes e não-residentes.

permitiu que instituições financeiras não-residentes⁴⁵ comprassem moeda estrangeira no mercado flutuante para remessa futura, embora ela determinasse várias exigências de documentação. A Circular 2.677/96, dispensou essa exigência, de modo que as restrições ao investimento de residentes no exterior foram praticamente eliminadas.

O Conselho Monetário Nacional, em 4 de março de 2005, adotou uma série de medidas liberalizantes que colocaram o país na direção da conversibilidade plena da conta capital. Entre as novas medidas destacam-se:

- a unificação dos mercados cambiais, o livre e o flutuante;
- a extinção das contas CC-5 das instituições financeiras;
- a dilatação de prazo para a cobertura cambial.

Considerando-se que o controle cambial somente faz sentido quando há a separação dos fluxos de comércio e investimentos diretos dos fluxos especulativos, a unificação dos mercados cambiais parece ter a intenção oculta de dificultar a reintrodução de controles. A idéia foi “descriminalizar” as operações de envio de recursos ao exterior entre os residentes e não-residentes, levando-se em conta que, enquanto existia limitação de remessas de residentes para fora do país, não havia qualquer tipo de restrição para os não-residentes.

A expectativa das autoridades monetárias era a de que com a flexibilização da cobertura cambial, os exportadores evitariam enviar dólares para o país, o que corroboraria para diminuir as pressões sobre o câmbio que conduzem à sua apreciação. Sicsú (2006) faz uma severa crítica a essa medida⁴⁶, argumentando que os fluxos comerciais doravante terão a mesma lógica dos fluxos financeiros, ou seja, serão internalizados de acordo com o diferencial de juros internos e externos, expectativa cambial e risco soberano.

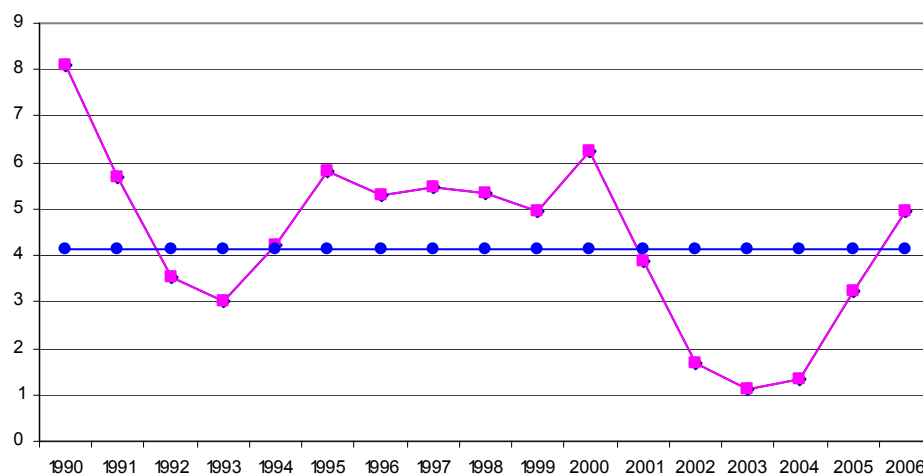
⁴⁵ As instituições financeiras não residentes podiam abrir conta em moeda estrangeira em instituições residentes (filiais). Considerando que os residentes podem abrir conta nas instituições residentes, fica aberta a possibilidade do envio de recursos ao exterior através da CC-5.

⁴⁶ O autor não acredita na eficácia dessa medida, uma vez que o elevado diferencial de juros em vigor no país pode compensar a eventual apreciação da moeda, de modo que isso poderia contribuir para o exportador prosseguir com a internalização da moeda estrangeira no Brasil (SISCÚ, 2006, p. 371).

6.3. O comportamento da conta financeira

Antes de se proceder à análise da conta financeira brasileira, em face da estreita relação entre os seus fluxos financeiros e os juros internacionais, apresentam-se os juros básicos da economia americana, que serão tomados como *proxy* desses últimos.

A Figura 7 mostra o comportamento da taxa de juros básica americana em torno da média, que se situou no patamar de 4% para o período de 1990 a 2006. Pode-se perceber que existem três períodos distintos no comportamento da referida taxa: entre 1990 e 1995 – verifica-se inicialmente um movimento acentuadamente declinante, quando a taxa cai de 8% para 3% no quadriênio 1990/93, seguida de uma elevação em seu patamar de 3% para 6% no triênio 1993/1995; de 1995 a 2000 – quando a taxa oscilou praticamente entre 5% e 6%; entre 2000 e 2006 – a trajetória da taxa apresenta-se na forma de u, pois, no quadriênio 2000/2003, mais uma vez as autoridades monetárias dos Estados Unidos promovem uma acentuada queda, de 6% para 1%, quando atingiu o mais baixo patamar da série em tela. Em seguida, ela é elevada até alcançar 5% em 2006.



Fonte: *Federal Reserve – Flow of Funds Accounts of the United States (2007)*.

Figura 7 – Taxa básica de juros da economia americana anual: 1990-2006.

A seguir evidencia-se o comportamento da conta financeira a partir da introdução do Plano Real, compreendendo o período entre 1994 e 2005. A análise será realizada de uma perspectiva desagregada, levando-se em conta as suas principais contas, a saber: investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos. A conta de derivativos, por apresentar baixo valor em todo o período, não será objeto de análise. Por sua vez, os investimentos em carteira serão subdivididos em ações e renda fixa. Além disso, a conta outros investimentos igualmente será subdividida entre créditos comerciais, empréstimos, moedas e depósitos e outros. Todas essas contas, à exceção de créditos comerciais e outros, serão analisados tendo em vista os fluxos brasileiros para o exterior e os fluxos estrangeiros para o Brasil.

Nos anos imediatamente anteriores ao Plano Real, entre 1990 e 1993, período em que a maioria dos países em desenvolvimento já tinha promovido a abertura financeira, em razão do baixo patamar da taxa básica de juros que vigorou na economia americana, observou-se um significativo movimento dos fluxos financeiros internacionais para uma ampla gama dessas nações.

A Tabela 15 mostra os fluxos da conta financeira no Brasil para os anos compreendidos entre 1994 e 1999. Nos primeiros três anos de vigência do Plano Real, os investimentos de portfólio ingressaram maciçamente na economia brasileira, superando largamente as demais contas. Na estratégia desse plano de estabilização, a formação de elevados saldos comerciais possuía o duplo propósito de impor um choque de “competitividade” da economia e debelar o processo de inflação crônica em vigor. Adicionalmente, a elevação das reservas internacionais nesse período, ainda que à custa de ingresso de capitais especulativos, funcionaria como suporte da âncora cambial, uma vez que isso permitiria sustentar o valor da moeda doméstica apreciada.

Embora a partir de 1993 as taxas de juros básicas americanas se encontrassem em trajetória ascendente, o significativo diferencial de juros internos e externos praticados pela autoridade monetária brasileira permitiu que a maior parte dos fluxos em investimento em carteira fosse constituída pelas aplicações em renda fixa nos três primeiros anos do Plano Real. Contudo, o mecanismo de *Depositary Receipts* (DR) contribuiu para que as aplicações em ações também tenham recebido um aporte significativo de recursos do exterior.

Tabela 15 – Movimentos financeiros líquidos: 1994-1999 (US\$ milhões)

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Investimento direto	1,460	3,309	11,261	17,877	26,002	26,888
<i>Brasileiro</i>	-690	-1,096	469	-1,116	-2,854	-1,690
<i>Estrangeiro</i>	2,150	4,405	10,792	18,993	28,856	28,578
Investimento em carteira	50,642	9,217	21,619	12,616	18,125	3,802
Ações	6,933	2,999	5,875	6,510	1,015	1,708
<i>Brasileiro</i>	-347	-244	-270	-361	20	-864
<i>Estrangeiro</i>	7,280	3,243	6,145	6,871	995	2,572
Renda fixa	43,709	6,218	15,744	6,106	17,110	2,094
<i>Brasileiro</i>	-3,058	-912	-132	2,069	-477	1,123
<i>Estrangeiro</i>	46,767	7,130	15,876	4,037	17,587	971
Outros investimentos	-43,557	16,200	673	-4,833	-14,285	-13,620
Créditos comerciais	7,821	8,118	12,339	1,045	2,740	-7,284
Empréstimos	-35,500	3,671	2,045	6,227	-1,151	63
<i>Brasileiro</i>	-1,545	-1,822	-1,224	348	-5,181	-1,278
<i>Estrangeiro</i>	-33,955	5,493	3,269	5,879	4,030	1,341
Moedas e depósitos	-3,714	11,351	-10,819	-10,572	-12,897	-5,550
<i>Brasileiro</i>	-4,923	6,432	-6,480	-829	-3,234	-2,301
<i>Estrangeiro</i>	1,209	4,919	-4,339	-9,743	-9,663	-3,249
Outros	-12,164	-6,940	-2,892	-1,533	-2,977	-849
Conta financeira	8,518	28,743	33,515	25,407	29,382	16,982

Fonte: Banco Central do Brasil – séries históricas.

Uma vez estabilizada a economia, o país poderia, em seguida, se candidatar a atrair capitais produtivos. Os investimentos diretos estrangeiros passariam a ter uma dupla função: financiar o déficit externo e contribuir para o crescimento auto-sustentado da economia.

De fato, a partir de 1997 até o final da década, os investimentos diretos tornaram-se a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos, inclusive superando os investimentos de carteira que continuaram a ingressar de forma substantiva. Com a permissão concedida em 1997, para o capital estrangeiro participar do Programa Nacional de Desestatização, através da constituição de um fundo específico para tal finalidade (Lei 9.491/97), os investimentos diretos estrangeiros ampliaram consideravelmente o seu ingresso no país e concentraram-se em grande parte nos setores de serviços, notadamente em energia, telecomunicações e intermediação financeira.

Cabe destacar que esses setores representam segmentos que tradicionalmente não são produtores de *tradables*, além de fazerem parte do processo de aquisições e fusões. Por conseguinte, os investimentos diretos

estrangeiros têm contribuído pouco para a formação de capital fixo bruto da economia e ainda criam constrangimento para o balanço de pagamentos do país.

Neste momento, dois pontos importantes devem ser observados: de um lado, no período em análise, os investimentos diretos brasileiros representam uma pequena parcela dos investimentos diretos, o que significa mais um indício de que o país participa do processo da globalização de forma subordinada; de outro, não foi possível a substituição dos investimentos diretos por investimentos em carteira, uma vez que a economia brasileira continuou a precisar do ingresso dos capitais especulativos para fazer face aos elevados patamares de saldo negativo em transações correntes.

Diferentemente dos investimentos diretos que, mesmo nos períodos de turbulência continuaram a ingressar no país, de forma substancial, os investimentos de carteira reduziram seus influxos substancialmente em 1997 e 1999, devido à crise asiática e à desvalorização da moeda doméstica, respectivamente. Entre os dois eventos, verificou-se uma constante saída líquida das aplicações em ações, em razão da necessidade dos investidores internacionais de arcar com prejuízos em outros mercados acionários e, ou, em função da desvalorização do dólar que reduz a rentabilidade em moeda estrangeira.

O mesmo raciocínio vale para as aplicações em renda fixa, observando-se somente que, na crise russa de 1998, os aportes de recursos dessa modalidade de investimento continuaram a ingressar de forma vigorosa no país, refletindo o fato de que, na crise anterior de 1997, as autoridades monetárias do país resistiram em promover a desvalorização da moeda, deixando de seguir o exemplo de vários países asiáticos. Considerando o volume das aplicações estrangeiras em renda fixa, a redução dos investimentos em carteira na crise russa foi relativamente pequena. Pelo motivo inverso, a maior queda nos investimentos em carteira ocorreu em 1999, devido à promoção da maxidesvalorização da moeda doméstica nesse ano.

A conta outros investimentos apresentou fluxos bastante irregulares no período em análise. Os anos críticos foram 1994 e o biênio 1998/1999. No primeiro caso, ocorreram grandes amortizações dos empréstimos, contribuindo de forma decisiva para o elevado saldo negativo da referida conta. Esse fato

implicou a necessidade da entrada de grandes volumes de capitais especulativos nesse ano. Na realidade, esse movimento marcou o início de um grande processo de substituição de dívidas não securitizáveis por dívidas securitizáveis, o que implicou profunda mudança na composição do passivo externo brasileiro.

Relativo ao biênio 1998/1999, dando seguimento à aquele processo de substituição de dívidas, verificam-se mais uma vez amortizações na conta empréstimos. Uma vez que, neste caso, as amortizações foram relativamente elevadas, a conta empréstimos para os anos de 1998 e 1999 apresentaram saldos um pouco negativo e praticamente nulo, respectivamente. Por conseguinte, a explicação para a elevada saída de capitais observada em outros investimentos para o referido período deve ser encontrada nas contas referentes à moeda e depósitos e créditos comerciais.

Considerando que o passivo de moedas e depósitos se refere às contas de não-residentes ao abrigo da CC-5, em razão da ampla liberdade que essas contas desfrutam no sentido de enviar esses recursos ao exterior, em momentos de turbulência, como foram as crises asiática e russa, os investidores estrangeiros preferiram exercer a prerrogativa de repatriamento de boa parte dos recursos internalizados no país, o que explica as saídas de capitais em outros investimentos em 1997 e, particularmente, em 1998. Além disso, explicaria parcialmente as saídas verificadas em 1999. Nesse ano, a razão principal foi a fortíssima contração na conta crédito comercial, dada a incerteza gerada na economia brasileira decorrente da profunda mudança ocorrida na política cambial.

A Tabela 16 mostra os fluxos da conta financeira no Brasil para os anos compreendidos entre 2000 e 2005. O *World Investment Report* (UNCTAD, 2003) mostra que os investimentos diretos estrangeiros sofreram um boom depois da crise asiática, cujo ápice ocorreu em 2000, quando o seu valor global atingiu US\$ 1. 079 bilhão, e, em seguida, seu valor passa a declinar gradativamente até atingir US\$ 651, em 2002, ou seja, 35% de queda. Importa destacar que, até o ano de 2005, o volume de investimentos diretos estrangeiros não iria sofrer grandes alterações.

Tabela 16 – Movimentos financeiros líquidos: 2000-2005 (US\$ milhões)

Discriminação	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Investimento direto	30,498	24,715	14,108	9,894	8,695	12,676
<i>Brasileiro</i>	-2,282	2,258	-2,482	-249	-9,471	-2,517
<i>Estrangeiro</i>	32,780	22,457	16,590	10,143	18,166	15,193
Investimento em carteira	6,955	77	-5,119	5,308	-4,750	4,885
Ações	1,123	1,360	1,592	2,715	1,960	5,621
<i>Brasileiro</i>	-1,953	-1,121	-389	-258	-121	-831
<i>Estrangeiro</i>	3,076	2,481	1,981	2,973	2,081	6,452
Renda fixa	5,832	-1,283	-6,711	2,593	-6,710	-736
<i>Brasileiro</i>	258	326	67	437	-633	-940
<i>Estrangeiro</i>	5,574	-1,609	-6,778	2,156	-6,077	204
Outros investimentos	-18,202	2,767	-1,062	-10,438	-10,937	-26,991
Créditos comerciais	-6,409	4,233	1,741	236	1,181	3,447
Empréstimos	-9,057	4,665	-710	-2,359	-12,040	-29,426
<i>Brasileiro</i>	-282	-1,050	-1,742	-811	-1,599	-1,831
<i>Estrangeiro</i>	-8,775	5,715	1,032	-1,548	-10,441	-27,595
Moedas e depósitos	-1,807	-8,598	-1,921	-7,955	-151	-862
<i>Brasileiro</i>	-1,774	-8,002	-1,300	-8580	-668	-1,697
<i>Estrangeiro</i>	-33	-596	-621	625	517	835
Outros	-929	2,467	-172	-360	73	-150
Conta financeira	19,054	27,088	7,571	4,613	-7,669	-9,470

Fonte: Banco Central do Brasil – séries históricas.

No Brasil, os investimentos diretos estrangeiros guardaram uma correspondência com o ciclo expansivo global, segundo o relatório internacional, alcançando o seu valor máximo em 2000 e com uma queda ainda mais acentuada até 2004. Somente em 2005 é que se verifica uma ligeira recuperação. Levando-se em conta que esses investimentos são considerados estáveis, a situação das contas externas do Brasil só não ficou dramática, a partir de 2002, por causa da drástica redução do saldo negativo em transações correntes nesse ano e de sua inflexão para saldos positivos nos anos posteriores até 2005. Entre 2000 a 2005, a exemplo do período anterior (1994/1999), os investimentos diretos brasileiros continuaram a se constituir em parcela ínfima dos investimentos diretos.

No biênio 2001/2002, não obstante prevalecer a política americana de redução da sua taxa básica de juros, o cenário internacional encontrava-se desfavorável ao financiamento externo para os países em desenvolvimento, por conta de uma série de eventos adversos, como os ataques terroristas e a

influência do estouro da bolha especulativa no mercado de ações para os escândalos corporativos nos Estados Unidos.

Nesse contexto, verificou-se uma substancial queda dos investimentos em carteira, não ocorrendo nenhuma entrada de recursos líquidos em 2001; no ano seguinte observou-se uma saída líquida superior a US\$ 5,0 bilhões. Nesse período, os ingressos líquidos em ações apresentaram somente uma ligeira queda no seu volume, de modo que tal resultado negativo no biênio deve-se ao comportamento da renda fixa. Esse fato decorreu da retração das colocações de títulos privados de longo prazo (bônus, notes e *commercial papers*) no mercado Internacional, o que inclusive dificultou a rolagem da dívida vincenda.

Os aportes de recursos provenientes dos empréstimos se apresentam insignificante ou mesmo ligeiramente negativo no período. De certo modo, a retração dos empréstimos bancários internacionais contribuiu para esse fato. Contudo, mais uma vez, o principal responsável por aquele resultado foi a conta moeda e depósitos, confirmando que, em momentos de tensão, nos mercados financeiros internacionais, os investidores estrangeiros procuram alocar seus recursos em portos mais seguros (*flight to quality*).

Diante de um quadro em que a economia brasileira ainda apresentava elevados déficits em transações correntes, em meio a uma fase de descenso do ciclo de investimentos diretos estrangeiros mundiais e de refluxo das demais fontes de financiamentos no mercado financeiro Internacional, para fechar o balanço de pagamentos no período, o Brasil foi obrigado a recorrer aos empréstimos de regularização, que, em termos líquidos, somaram US\$ 18,2 bilhões entre 2001 e 2002.

No triênio 2003/2005, embora os investimentos diretos estrangeiros tenham se apresentado como um dos menores volumes de ingresso, em razão da melhoria das contas externas brasileiras apresentadas no período, esse fato foi decisivo para que os investimentos em carteira tivessem uma melhoria nos seus ingressos líquidos no período. Esse fato refletiu, sobretudo, no mercado acionário, que apresentou certo aumento no ingresso líquido em relação ao triênio anterior. Com relação à renda fixa, principalmente em 2004 e, em menor grau, em 2005, verificou-se um saldo negativo em grande parte decorrente da política de elevação da taxa básica da economia americana. Esse resultado,

inclusive, determinou que, no ano de 2004, a conta investimento em carteira ficasse com um saldo negativo.

Em termos de comportamento da conta outros investimentos, entre 2003 e 2005, o saldo amplamente negativo no período deve-se aos dados apresentados principalmente pela conta empréstimos. Esse resultado aparentemente contraditório, com uma conjuntura favorável ao Brasil em relação ao mercado financeiro internacional e do comércio mundial, deve-se a dois fatores: uma política crescente do Governo Lula de redução da dívida externa, cujo ápice foi em 2005, quando foi quitada toda a dívida com o Fundo Monetário Internacional (FMI); e, em menor grau, o fato de os empresários aproveitarem o baixo valor da moeda doméstica para abater seus passivos externos. Esses fatores ampliaram sobremaneira as amortizações no período, tornando a conta empréstimos bastante negativa. Em 2003, a conta moeda e depósitos também contribuíram para o saldo negativo em outros investimentos. Nesse ano, o país ainda não inspirava confiança aos investidores internacionais dadas a ascendência de um candidato tido como de esquerda para a presidência do Brasil.

Carneiro (2002) chama a atenção para *Depositary Receipts* (DR), instrumento que justificaria a entrada de recursos por intermédio de investimentos de carteira, e, ao possibilitar maior liquidez no mercado secundário de ações, elevaria as suas cotações. Assim sendo, no momento seguinte, isso estimularia a emissão primária de ações, principalmente através dos DRs, o que deveria contribuir para a dinamização do mercado acionário doméstico. Entretanto, o autor alega que a concentração em um número limitado de empresas mostra que a Bolsa de Valores não foi modificada pela ação dos investimentos de portfólios.

A liberalização da conta capital tem implicado a precarização do financiamento do balanço de pagamentos brasileiro, não somente pela forma como ele tem sido financiado, mas, também, pela ausência de controle dos fluxos de capitais. O ano de 2002 constitui um bom exemplo, quando os investimentos diretos estrangeiros líquidos praticamente foram suficientes para suprir o financiamento da conta corrente, mas não foram suficientes para fazer frente às saídas líquidas dos investimentos de carteira.

6.4. Risco-país: Brasil versus América Latina

A partir do Plano Brady, os países da América Latina gradativamente foram conduzidos à reestruturação de suas dívidas externas, e concomitantemente passaram a promover as reformas estruturais, entendidas como fundamentais para o sucesso das políticas de estabilização. A conjugação da liberalização comercial e financeira colocou a maior parte dessas economias na formação de amplos déficits externos.

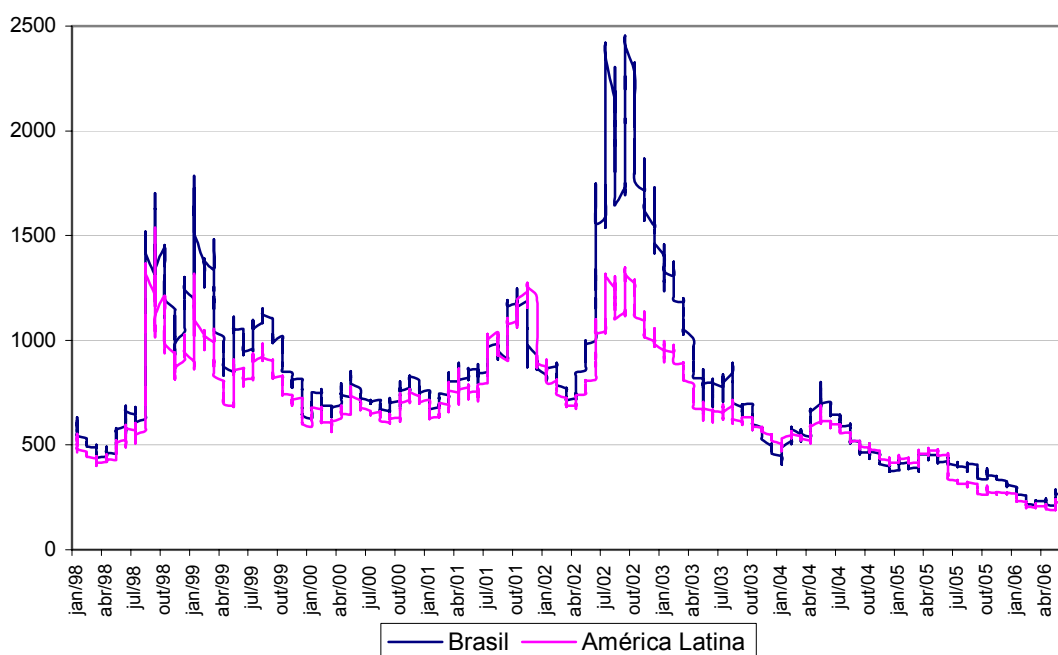
No caso do Brasil, esse fenômeno começou a ocorrer em meados de 1994, com a introdução do Real. No parecer de Batista Júnior (1996), a disposição das autoridades econômicas brasileiras de acumular déficits comerciais, considerando a estrutural conta negativa de serviços, somente poderia ser explicada pela confiança depositada na continuidade da estabilidade dos mercados financeiros mundiais.

O advento das crises asiática e russa, entre 1997 e 1998, desnudou a fragilidade do sistema financeiro internacional no contexto de elevado grau de liberdade de movimentos de capitais, cujo predomínio de títulos securitizáveis permite amplas possibilidades de movimentos de arbitragens.

As duas turbulências financeiras ocorridas desencadearam uma onda de ordens de vendas de ativos, por parte dos investidores internacionais, para cobrir perdas em outros mercados emergentes, o que depreciou os preços dos títulos, em particular os Bradies, elevando o risco-país dos países emergentes. O agravamento do cenário mundial para os países em desenvolvimento se deu com a moratória da Rússia, em 18 de agosto de 1998, porque, a partir desse evento, o mercado financeiro internacional começou a fazer um paralelo com os demais países emergentes (D'ALMEIDA, 2001).

A economia brasileira vivenciou, nesse período, um quadro de grandes incertezas, advindo de dois ataques especulativos bem-sucedidos contra a sua moeda doméstica, que acabaram reduzindo perigosamente o seu nível de reservas internacionais. Nessa circunstância, tornou-se inevitável a mudança no rumo da política cambial, que acabou acontecendo no início de 1999.

A Figura 8 evidencia uma substancial elevação do risco-país para o conjunto de países da América Latina⁴⁷ e, em particular, para o Brasil, a partir de meados de 1998, decorrente da crise russa, cujo pico alcança 1.467 e 1.630, em 14 de setembro de 1998, respectivamente. Por conta da maxidesvalorização do câmbio brasileiro, o risco-país volta a se elevar para ambos, no início de 1999, e o valor máximo alcança 1.314 e 1.777, respectivamente, em 14 de janeiro deste mesmo ano.



Fonte: Morgan (2006).

Figura 8 – Indicadores do risco-país: Brasil e América Latina (jan. 1998 a jun. 2006).

⁴⁷ O indicador do risco-país para o conjunto de países da América Latina, extraído do J.P. Morgan, teve a sua série histórica iniciada somente a partir de janeiro de 1998.

No início de 2000, o índice de risco volta finalmente a se aproximar dos valores apresentados no início da série EMBIG, no começo de 1998, em torno de 500 pontos-base. Contudo, o risco-país do conjunto dos países da América Latina volta a se elevar, de maneira ainda mais drástica que anteriormente, após os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001. A esse evento junta-se o fim do *currency board* da Argentina no final de 2001, o colapso da bolsa de valores e a sua conseqüente implicação para os balanços das corporações americanas em 2002.

A relação entre a turbulência no mercado acionário e os escândalos ocorridos com as empresas norte-americanas foi estabelecida por Plihon (2005), ao comentar que isso decorreu da imposição dos acionistas do *stock-options*⁴⁸ aos dirigentes das suas empresas, dentro do princípio do *corporate governance*. Esses, por sua vez, procuram por todos os meios aumentar as cotações da empresa, como forma de incrementar os seus rendimentos, inclusive, utilizando-se de fusões e aquisições.

Segundo este autor, a maioria das corporações, depois da onda de fusões e aquisições, apresentou sobrevalores sob a forma de *goodwill*⁴⁹. Esses valores foram inflados porque, nessas operações, os preços pagos mostraram-se muito superiores ao valor contábil das ações das empresas, no contexto de um movimento de formação da bolha especulativa. Nessas circunstâncias, muitos dirigentes das corporações procuraram “maquiar” os balanços das empresas, procurando evitar a ação enérgica dos acionistas.

Na segunda metade de 2002, o caso da Enron⁵⁰ foi emblemático nesse sentido. Esse fato contribuiu para incrementar o risco-país no continente latino-americano, ao reduzir a confiança do investidor americano nos mercados emergentes, tendo em vista que a falta de transparência nesses mercados deveria ser ainda muito maior do que nos Estados Unidos (CARDOSO, 2006).

Não obstante todos os fatores supracitados terem contribuído para uma elevação muito significativa do índice do EMBIG na América Latina, o Brasil

⁴⁸ *Stock-options* é uma forma de remunerar os dirigentes oferecendo-lhes a possibilidade de comprar ações da sua própria empresa, a um preço previamente estipulado no futuro, normalmente inferior à cotação no momento da assinatura do contrato, o que incentiva a aumentar o valor de suas aplicações.

⁴⁹ *Goodwill* é a diferença entre os valores de compra e os contábeis das ações de uma empresa, registrados no ativo do seu balanço.

⁵⁰ Empresa americana de gás e eletricidade, que teve decretada a falência não por causa de sua atividade industrial, mas devido a empréstimos arriscados para financiar operações de fusões e aquisições, que seus dirigentes esperavam ser muito rentáveis.

ainda teve como agravante a eleição presidencial de 2002. Com a aproximação do pleito, a partir de junho desse ano, o risco-país começou a incrementar fortemente, e o auge foi alcançado em 27 de setembro, quando atingiu 1.349 e 2.451 pontos-base, respectivamente. Além do valor do risco-Brasil ter sido quase o dobro do apresentado pela América Latina, esse valor já se enquadraria na situação de *default*, a exemplo do que ocorreu com a Argentina, com a decretação da moratória unilateral que praticamente a excluiu do circuito do sistema financeiro internacional.

A partir de 2000, a conjuntura internacional tornou-se crescentemente favorável aos países em desenvolvimento, com uma dinamização sem precedentes do comércio sul-sul e com a expansão do comércio mundial iniciado no ano seguinte. A América Latina como um todo ainda beneficiou-se da melhoria dos termos de troca, com aumento do preço de vários produtos primários, especialmente os intensivos em trabalho e em energia.

O resultado foi que, a partir de 2003, o continente latino-americano apresentou superávit na conta de transações correntes. Tal fato acabou corroborando, de forma decisiva, para que o risco soberano da região entrasse em trajetória recorrente de declínio, de modo que, no final de 2004, o índice EMBIG já tinha emparelhado com os valores iniciais da série. Além disso, ao término da série, em maio de 2006, o seu valor situava-se em torno de 200 pontos-base, o menor já registrado.

6.5. A política de redução do risco-Brasil

A Resolução n.º 69 do Senado Federal, de 12 de setembro de 1996, estabeleceu as seguintes diretrizes para a política de administração do passivo externo do país: autorizou a União a fazer operações de recompra dos títulos emitidos, com deságio, no mercado secundário, e a emissão de novos títulos em substituição. A emissão desses novos títulos deveria proporcionar ao país reduções tanto nos encargos quanto nos estoques da dívida externa; adicionalmente, deveria igualmente proporcionar o aumento no prazo de maturidades desses títulos, com o intuito de melhorar o perfil da dívida externa.

A política do governo para a redução do risco-Brasil esteve concentrada em três pontos básicos: troca de *bonds* da dívida estruturada por novas emissões; o acerto com o FMI; e o pré-financiamento dos *bonds*.

Em relação ao primeiro caso, a troca envolveu a permuta dos Bradies por Eurobônus, bônus Samurai e bônus Globais (Globals)⁵¹, que são títulos emitidos pela República Federativa do Brasil após a renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady.

Esta política deliberada de se desfazer dos Bradies encontra refúgio na idéia de que suprimir os passivos estigmatizados de um passado recente em que o país precisou fazer a reestruturação de seus passivos externos seria importante para melhorar sua imagem perante o mercado financeiro internacional. Adicionalmente, as operações de troca dos Bradies, que envolve colaterais⁵² por emissão de novos bônus, permitem que a parcela de garantias referente ao montante de títulos cancelados seja liberada para a sua incorporação às reservas internacionais do país. De certo modo, os dois efeitos provenientes da troca foram considerados pelas autoridades econômicas positivos para reduzir o risco-Brasil.

Uma outra questão que pesou sobre a decisão das autoridades econômicas no sentido de realizar a política de trocas dos *bonds* diz respeito a características que somente os Bradies possuem, como ao pré-pagamento (*call features*), ou seja, a possibilidade de os detentores desses títulos exigirem seu resgate antes do vencimento, em prazos intermediários previamente estabelecidos. Duas conseqüências advêm desse fato: por parte do devedor (governo), gera incerteza quando ao planejamento dos fluxos de caixa externos do país; e, por parte do credor, cria problemas de liquidez desses títulos por conta dessa opção embutida no título. Isso explica, em parte, o fato de que geralmente a troca tem envolvido um deságio, o que tem implicado a redução de dívida.

O intercâmbio de Bradies por Globals envolveu uma troca de títulos em que os primeiros caracterizam-se pela remuneração definida em sua maioria

⁵¹ Bônus Globals são constituídos por Eurobônus, Bônus Samurai e Bônus Global, que são títulos denominados em ienes, euro e dólares, respectivamente.

⁵² Alguns Bradies – Par Bonds, Discount Bonds e Front Loaded Interest Reduction Bond (FLIRB) – possuíam garantias de juros e principal, constituídos de depósitos a prazo fixo e títulos do Tesouro americano; este último de prazo similar ao dos Bradies, com cupom zero, ambos custodiados nos BIS, respectivamente. Por essa razão, algumas trocas não liberam os colaterais.

por taxas flutuantes e amortizações escalonadas e pelos demais *bonds* em que os rendimentos são definidos exclusivamente por taxas fixas e amortizações sempre em parcela única. Não obstante o aumento dos juros, resultado da elevação dos novos cupons, se verifica uma diminuição do serviço da dívida dos bônus decorrente da redução imediata das despesas com o principal, que ficou restrita à data de vencimento do título (BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB, 2000).

A troca de títulos iniciou-se em 1997. A Tabela 17 mostra a evolução dessa política até 2005. O resultado final foi uma redução nominal da dívida externa de US\$ 2,1 bilhões e a liberação total das garantias de US\$ 2,9 bilhões, que foram incorporadas às reservas internacionais brasileiras. A redução, de um lado, foi pouco significativa em termos da dívida externa; de outro, quanto aos *bradies* foi substancial, alterando-se de 85% para 11% no estoque da dívida no período.

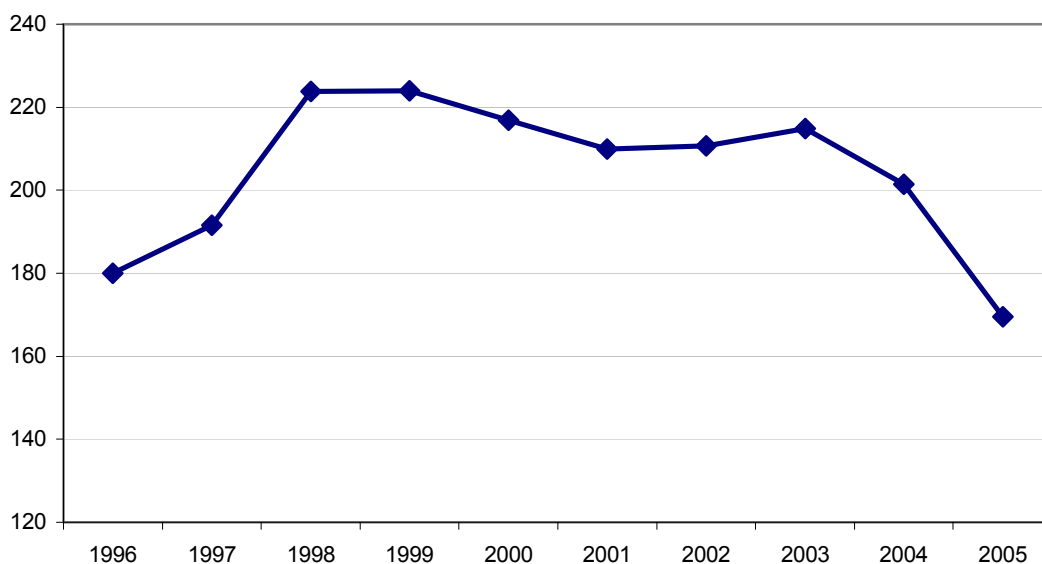
Tabela 17 – Troca de *bradies* por globais: 1997-2005 (milhões)

Bônus	Ano	Prazo	Global (valor de emissão)	<i>Bradies</i> (valor cancelado)	Dívida externa (redução)	Colateral (liberado)
Global 27	1997	30	2.245	2.693	448	610
Global 04	1999	5	1.000	1.193	193	-
Global 09	1999	10	2.000	3.003	1.003	587
Global 30	2000	30	578	705	127	139
Global 07	2000	7	379	416	37	-
Global 40	2000	40	5.158	5.400	242	334
Global 24	2001	23	2.150	2.150	-	700
Global 11	2003	8	373	451	78	190
Global 24B	2003	21	825	837	12	352
A-bond	2003	13	4.509	4.509	-	-
Total			19.217	21.357	2.140	2.912

Fonte: BCB (2005).

Na Figura 9 visualiza-se o comportamento da dívida externa no período recente, entre 1996 e 2005. No período inicial de maior formação de déficit em transações correntes, no triênio 1996/1998, o valor do passivo externo passou de US\$ 180 bilhões para US\$ 224 bilhões.

Depois da maxidesvalorização até 2003, verifica-se uma ligeira redução no seu montante, quando atinge US\$ 215 bilhões. A partir de então, no período em que o país começa a obter expressivos superávits na conta de transações correntes, observa-se uma inflexão na trajetória da dívida externa, e esta decai para US\$ 169 bilhões em 2005.



Fonte: Banco Central do Brasil – Relatório Anual (vários números).

Figura 9 – Dívida externa: 1996-2005 (bilhões US\$).

No que concerne à política de acerto com o FMI, o pagamento⁵³ integral da dívida com essa instituição, nesse mesmo ano, foi decisivo para esse resultado, aspecto igualmente importante para a sinalização dos investidores internacionais, constituindo-se em uma forte medida para corroborar com a redução do risco-Brasil.

⁵³ O governo brasileiro, além de não desembolsar as *tranches* já liberadas para 2005, resolveu antecipar e liquidar, em julho, os empréstimos tomados na modalidade SRF, US\$ 5,0 bilhões, e, em dezembro, antecipar e liquidar os empréstimos *stand-by*, US\$ 15,5 bilhões.

Em relação à última política, que se refere ao pré-financiamento dos *bonds*, o *Global Financial Stability Report* (IMF, 2004) observa que os países emergentes têm-se utilizado cada vez mais do expediente de fazer o pré-financiamento dos seus planos de financiamento externos, citando como exemplo a América Latina, concluindo que aquela política estaria contribuindo para a redução da volatilidade do mercado de *bonds*, o que permitiria melhor enfrentar as adversidades das condições de financiamento externo. Caso haja um aumento das taxas básicas de juros americanas, os *spreads* desses títulos se ampliariam, mas permaneceriam flutuando em torno de uma tendência linear, ou seja, uma maneira de dizer que não haveria um aumento substantivo no risco soberano desses países.

Nesse sentido, o Brasil já vinha adotando o pré-financiamento desde o final de outubro de 2004, refletindo a conjuntura internacional favorável, conforme ilustrado pela Tabela 18. Em 2005, conforme o relatório do Tesouro Nacional (BRASIL, 2005), a necessidade de financiamento de juros e principal referente aos vencimentos dos Bradies, novos Bônus e Clube de Paris era de US\$ 6, 0 milhões. Contudo, no final de 2004, praticamente 25% desse total já tinha sido financiado, por emissão oriunda tanto do Global 2019 quanto do Global 2014.

Tabela 18 – Financiamento da dívida externa em 2005 (US\$ milhões)

<i>Bonds</i>	Data de emissão	Financiamento
Global 2019	14/10/04	1.000
Global 2014	08/12/04	500
EURO 2015	03/02/05	648
Global 2025	04/02/05	1.250
Global 2015	07/03/05	1.000
Global 2019	17/05/05	500
Global 2034	02/06/05	500
Global 2015	27/06/05	600
Total		5.998

Fonte: Brasil (2005).

7. FLUXOS DE CAPITAIS, TAXA DE JUROS E RISCO-BRASIL

Em Garcia e Rigobon (2004), encontra-se a formulação do modelo de sustentabilidade fiscal, portanto baseada nos fundamentos econômicos. Para tal, consideram-se as séries históricas dos juros reais, do câmbio real e da taxa de crescimento da economia. A questão é saber como o conjunto das variáveis determina trajetórias que mantêm a dívida/PIB em patamar⁵⁴ não considerado de risco de *default*. Utiliza-se, então, a simulação de Monte Carlo para computar o risco de probabilidade que excede tal patamar, confrontando-se, a seguir, com a série de tempo dessas probabilidades com o risco medido pelo *spread* (risco-Brasil) dos títulos soberanos emitidos pelo governo brasileiro, mediante aplicação de um modelo de vetor auto-regressivo (VAR).

Na formulação de Vieira e Holland (2003), o risco de *default* é analisado não de uma perspectiva de fundamentos econômico, uma vez que eles consideram que essa questão passa pela liquidez internacional. Nesse sentido, pesquisam a possibilidade do controle de capital ser eficiente para evitar a possibilidade de ocorrência de *default*. Para isso, mediante modelo VAR, analisam a relação dinâmica entre diferencial da taxa de juros, risco-Brasil, fluxos de capital, incluindo investimentos diretos estrangeiros e investimentos de capital e um índice que procura captar o controle de capital.

⁵⁴ O percentual considerado de risco de *default* é acima de 75% do PIB.

Neste trabalho, por intermédio do modelo VAR, o intuito é estudar a relação dinâmica entre fluxos de capitais, taxa de juros e risco-país, evidenciando que o risco-Brasil não é explicado pelos fundamentos macroeconômicos, procurando mostrar que sua determinação é na realidade ditada pelos movimentos de capitais internacionais. Além disso, independentemente de haver uma relação de causalidade isolada entre taxa de juros doméstica e risco-Brasil, procura-se observar que o movimento das variáveis do modelo passa pela seqüência lógica de fluxos de capitais, taxa de juros e risco-país. Por conseguinte, observa-se que o risco-Brasil tem-se mostrado uma variável bastante endógena.

7.1. Especificação do modelo e fonte de dados

Em consonância com o objetivo deste trabalho, utilizar-se-á um VAR⁵⁵ de ordem k , cuja forma irrestrita está discriminada em (1), o que deve permitir uma análise do comportamento dinâmico das variáveis contempladas no modelo, que serão definidas em seguida:

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + \dots + A_k Y_{t-k} + \varepsilon_t \quad (1)$$

em que Y_t constitui-se do vetor ($n \times 1$), que contempla as variáveis endógenas contidas no modelo; sendo que A_0 representa um vetor que contam os termos constantes das equações, A_1 são matrizes de parâmetros de ordem ($n \times n$) e ε_t representa o vetor ($n \times 1$) referente às inovações; e n é o número de variáveis.

A estimativa do modelo por um vetor autoregressivo justifica-se na medida em que as variáveis podem não ser estacionárias. Nesse caso, conforme esclarece Gujarati (2000), as propriedades usuais dos estimadores de Mínimos Quadrados não são observadas, e as inferências baseadas nos testes t e F ficam prejudicadas.

O estudo desenvolvido por Corrêa (2007) contempla a interação entre os fluxos de capitais, risco-Brasil, rentabilidade requerida pelos capitais estrangeiros e dívida pública. Adicionalmente, o referido trabalho foi organizado

⁵⁵ O *software* utilizado para estimar o modelo foi o Eviews, na versão 4.1.

em dois períodos, 1995/1998 e 1999/2006, em razão da quebra estrutural ocorrida no início de 1999, oriunda da mudança do regime cambial brasileiro ocorrida nesse período.

Nesse caso, em face da perspectiva de se observar a estreita relação entre os fluxos de capitais e o risco-país, duas considerações devem ser levadas em conta: a dívida pública não deve ser incluída no modelo; e pretende-se também, em particular, verificar a relação dinâmica entre taxa de juros e risco-Brasil. Além disso, igualmente serão desenvolvidos dois modelos VAR, referente aos períodos citados, devido à mencionada quebra estrutural.

A rentabilidade requerida pelos capitais internacionais é importante para a especificação do modelo, uma vez que os investidores estrangeiros, ao aportarem recursos em determinado país, procuram fazer uma análise de risco e rentabilidade. No primeiro caso, eles se referem ao risco-país, e os dados indicadores do risco-Brasil foram obtidos pelo Emerging Market Bonds Índice Global (EMBIG).

No segundo caso, foi incluída a rentabilidade dos títulos *Treasury Bonds* (TBONDS) do Tesouro americano, que se apresentam como uma alternativa de aplicação por parte tanto dos investidores internacionais quanto domésticos, em relação aos títulos da dívida externa emitidos pelo governo brasileiro e que servem de avaliação por parte das agências de classificação de risco para a determinação do risco-Brasil. Inseriram-se também as taxas Swap (SWAP), uma vez que, por meio de arbitragem, estas tendem a se aproximar da taxa *Treasury Bonds* (TBONDS). Porém, devido ao fato de os dados referentes a essas taxas se encontrarem disponíveis somente a partir de setembro de 1999, elas foram incluídas somente para o modelo VAR para o período 1999/2006.

Em função da abertura de capital promovida na economia brasileira, na década de 90, os investimentos de renda fixa brasileiros passaram a ser objeto de interesse dos investidores estrangeiros, o que os tornou suscetíveis ao processo de arbitragem com os títulos da dívida externa brasileira. As taxas Selic também foram inseridas no modelo, uma vez que elas servem de parâmetros para as aplicações em Renda Fixa no país. No caso da Selic, cuja taxa é administrada e serve de parâmetro para os títulos da dívida interna (Renda Fixa), no Brasil ela tem sido elevada artificialmente, o que pode

descolar da taxa dos títulos da dívida externa brasileira. Nesse sentido, como elas têm sido administradas muito em razão das expectativas inflacionárias, também se resolveu incluir a taxa de inflação, tendo como referência o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA).

Em relação aos fluxos de capitais, igualmente duas observações se fazem necessárias: primeiro, procurou-se adotar nos modelos aqueles que fossem não somente orientados pela estrita lógica de rentabilidade de curto prazo, mas também que apresentassem as variáveis mais exógenas possíveis, tendo como referencial o teste de causalidade de Granger, como será evidenciado mais adiante; segundo, levou-se em conta também a volatilidade das variáveis, tendo como base o trabalho de Corrêa e Biage (2007). Nesse sentido, foram selecionadas as seguintes variáveis: Investimento em Carteira Estrangeira (CE) e Investimento em Carteira na modalidade de Renda Fixa, ambas no conceito de Crédito. Esse fato merece uma explicação, segundo aqueles autores, considerando que, desde 1999, começaram a ocorrer muitos pagamentos de dívidas em dólar. Este processo teria gerado saídas de recursos que não teriam relação com fugas de capital. Por isso, recomendam como mais adequado os investimentos estrangeiros em carteira apenas os referentes a fluxos de créditos. A Tabela 19 sintetiza todas as variáveis utilizadas nos modelos e as suas respectivas fontes de dados.

Tabela 19 – Variáveis selecionadas

Variáveis	Especificação	Descrição
Risco-país (EMBIG)	Índice EMBIG: <i>spread</i> - J.P. Morgan	% a.a (taxa média mensal)
Taxa de Juros (SELIC)	Taxa SELIC Overnight - Banco Central-série 4189	% a.a (taxa média mensal)
Tbond (TBOND)	US <i>Treasury securities</i> : 1 ano - Federal Reserve	% a.a (taxa média mensal)
Taxa Swap (SWAP)	Taxa swap DI-Pré 360- BM&F / Banco Central	% a.a (taxa média mensal)
Taxa de inflação (IPCA)	Índice de preços ao consumidor ampliado	% a.a (taxa média mensal)
Fluxos de capitais (CE)	Investimento em carteira de estrangeiro-total	US\$ milhões (mensal)
Fluxos de capitais (CERF) *	Investimento em carteira de estrangeiro (renda fixa)	US\$ milhões (mensal)

* A renda fixa refere-se ao negociado no exterior.

7.2. Testes de raiz unitária

Com o intuito de averiguar a estacionariedade das séries adotadas no modelo, foi utilizado o teste de Raiz Unitária de Dickey-Fuller Aumentado (ADF), adotando-se a metodologia de Enders (1995), em que considera o menor nível de restrição possível, contemplando o intercepto (λ) e a tendência (t), tendo como hipótese nula $\delta = 0$ para verificar a estacionariedade ou não das séries, conforme a equação abaixo discriminada:

$$\Delta Y_t = \lambda + \gamma t + \delta Y_{t-1} + \sum \delta_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (2)$$

As séries mostraram-se estacionária em nível ou alternativamente foi necessária a sua diferenciação. As Tabelas 20 e 21 evidenciam as estatísticas das séries estacionárias, para os dois períodos considerados na análise, levando-se em conta os níveis de significância de 1% e 5%. Vale observar que quando a variável apresenta a letra D no início é sinal de que teve que ser diferenciada para se apresentar estacionária, o que indica que possui raiz unitária.

Tabela 20 – Teste de raiz unitária ADF – 1995:1 a 1998:12

Variável	Defasagem	Constante	Tendência	ADF	Número	Valor crítico	
						5%	1%
DEMBIG	1	SIM	SIM	-8,535108*	45	-3,513075	-4,175640
DSELIC	0	SIM	Não	-8,496084*	46	-2,926622	-3,581152
DTBOND	0	SIM	Não	-5,536488*	46	-2,926622	-3,581152
IPCA	0	SIM	SIM	-3,667841**	47	-3,508508	-4,165756
CE	0	SIM	Não	-4,162666*	47	-2,925169	-3,577723

** e * indica níveis de significância de 1% e 5%, respectivamente.

No primeiro período, compreendido entre janeiro de 1995 e dezembro de 1998, as séries Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) e Investimentos em Carteira (CE) se apresentaram estacionárias em nível. As demais séries, a saber : Emerging Marketing Bonds Índices Global (EMBIG), Taxa Selic (SELIC) e *Treasury Bonds* (TBOND) apresentaram-se estacionárias em primeira diferença.

Tabela 21 – Teste de raiz unitária ADF – 1999:9 a 2006:6

Variável	Defasagem	Constante	Tendência	ADF	Número	Valor crítico	
						5%	1%
SELIC	0	SIM	NÃO	-9,023451*	81	-2,897678	-3,513344
DEMBIG	0	SIM	NÃO	-4,754242*	80	-2,898145	-3,514426
DTB	0	SIM	SIM	-5,338727*	80	-3,466966	-4,076860
DSWAP	0	SIM	NÃO	-6,729894*	80	-2,898145	-3,514426
IPCA	0	Sim	NÃO	-4,132169*	81	-2,897678	-3,513344
CERF	1	Sim	NÃO	-3,869468*	80	-2,898145	-3,514426

** e * indica níveis de significância de 1% e 5%, respectivamente.

No segundo período, compreendido entre setembro de 1999 e dezembro de 2006, as séries estacionárias em nível são Taxa Selic (SELIC), Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) e Investimento em Carteira Estrangeira em Renda Fixa (CERF). As séries Emerging Marketing Bonds Índices Global (EMBIG), *Treasury Bonds* (TB) e Taxa Swap (SWAP) apresentaram-se estacionárias em primeira diferença.

7.3. Seleção dos modelos VAR

Considerando-se a estimação do VAR de ordem k , para cada um dos períodos considerados em análise, 1995/1998 e 1999/2006, adotaram-se os critérios de informação de Akaike (AIC), Schwarz (SC) e Hannan-Quinn (HQ), como forma de estabelecer a defasagem mais adequada. A Tabela 22 apresenta as estatísticas destes critérios para cada lag, sendo a seleção da

ordem dos modelos escolhida considerando os menores valores apresentados para o AIC, SC e HQ.

Tabela 22 – Seleção da defasagem do VAR – 1995:1 a 1998:12

Defasagem	Log-likelihood	AIC	SC	HQ
0 lag	-700.3861	33.58981	33.79668*	33.66564
1 lag	-657.9762	32.76077	34.00197	33.21572*
2 lag	-642.4267	33.21079	35.48631	34.04486
3 lag	-628.4278	33.73466	37.04450	34.94785
4 lag	-602.1783	33.67516	38.01933	35.26747
5 lag	-550.8876	32.42322*	37.80172	34.39465

* Indica a ordem selecionada pelo critério de informação.

Em razão de divergência apresentada entre os critérios de informação levados em conta na Tabela 22, referente à seleção da defasagem do modelo VAR para o primeiro período (1995/1998), a adoção do teste de normalidade dos resíduos de Jarque-Bera justifica-se como critério de desempate na seleção da melhor ordem de defasagem na estimação do modelo VAR.

O teste da análise dos resíduos do modelo considera a hipótese nula H_0 quando os resíduos são normais. A aceitação da hipótese de normalidade é observada quando a probabilidade (p-valor) obtida pelo teste se apresenta igual ou maior do que 5%. Por conseguinte, a hipótese alternativa H_1 , que rejeita a condição de normalidade dos resíduos, ocorre quando a probabilidade se encontra em nível inferior a 5%.

A Tabela 23 evidencia o teste Jarque-Bera referente ao primeiro período (1995/1998). As estatísticas dizem respeito às probabilidades de cada variável e à probabilidade conjunta de todas as variáveis contidas no modelo. Esse procedimento é repetido para cada nível de defasagem definida na seleção da ordem do modelo segundo os critérios de informação utilizados (AIC, SC, HQ)

Tabela 23 – Teste de normalidade dos resíduos – 1995:1 a 1998:12

Defasagem	Sistema	EMBIG	SELIC	TBOND	IPCA	CE
1	0,0000	0,0008	0,5025	0,0000	0,0742	0,3277
2	0,0000	0,0128	0,5060	0,0000	0,0794	0,0661
3	0,0000	0,1238	0,0748	0,0000	0,1501	0,0323
4	0,0000	0,0129	0,0418	0,0129	0,0698	0,0150
5	0,0000	0,0030	0,0036	0,0728	0,0021	0,0043

Na seleção da ordem de estimação do modelo VAR, de acordo com o critério de informação Hannan-Quinn (HQ), uma defasagem seria o mais adequado. Entretanto, pelo critério Akaike (AIC), o modelo VAR deveria conter cinco defasagens. Para o primeiro caso, o teste apontou duas variáveis normais nos resíduos (SELIC/IPCA). No segundo caso, o teste não apresentou normalidade nos resíduos para nenhuma variável. Portanto, o modelo VAR, referente ao período 1995/1998, contempla uma defasagem para a definição de sua ordem.

A Tabela 24 apresenta as estatísticas dos critérios de informação para a estimação do modelo VAR para o segundo período. Conforme destacado anteriormente, a seleção da ordem dos modelos é escolhida tendo em vista os menores valores apresentados para o AIC, SC e HQ.

Tabela 24 – Seleção da ordem do VAR – 1999:9 a 2006:12

Defasagem	Log-likelihood	AIC	SC	HQ
0 lag	-1626.513	42.96088	43.14488*	43.03441
1 lag	-1556.371	42.06240	43.35043	42.57716*
2 lag	-1528.436	42.27463	44.66669	43.23061
3 lag	-1485.054	42.08036	45.57646	43.47757
4 lag	-1447.869	42.04918*	46.64931	43.88761
5 lag	-1417.262	42.19112	47.89528	44.47077

* Indica a ordem selecionada pelo critério de informação.

Semelhantemente ao caso anterior, a seleção da ordem do VAR para o período 1999/2006 apresentou divergência nos critérios de informação Akaike (AIC), Schwarz (SC) e Hannan-Quinn (HQ). O critério (HQ) indicou uma defasagem como o meio mais adequado para a estimação do Var. Entretanto, pelo critério AIC, o modelo VAR deveria possuir quatro defasagens. Dessa forma, importa mais uma vez realizar o teste de normalidade dos resíduos, conforme evidenciado na Tabela 25, com o sentido de evidenciar por qual critério deve ser devidamente considerado.

Tabela 25 – Teste de normalidade dos resíduos – 1999:9 a 2006:6

Defasagem	Sistema	EMBIG	SELIC	TBOND	SWAP	IPCA	CERF
1	0,0000	0,0000	0,0000	0,0023	0,0000	0,0006	0,0003
2	0,0000	0,0653	0,0000	0,4246	0,0000	0,0187	0,0490
3	0,0000	0,0532	0,0000	0,1550	0,1990	0,0110	0,8813
4	0,0000	0,0295	0,0000	0,0300	0,1073	0,2866	0,0170

Para o período 1999/2006, o teste para a defasagem 1 não indicou nenhuma normalidade nos resíduos para todas as variáveis contidas no modelo. Contudo, para a defasagem 4, o teste evidenciou normalidade nos resíduos para a variável IPCA. Por conseguinte, o modelo VAR, para o período acima referido, deve conter quatro defasagens.

7.4. Teste de causalidade de Granger e definição da ordem das variáveis

O vetor auto-regressivo (VAR) deverá ser utilizado para a análise da Decomposição da Variância. Conforme Judge et al. (1998), se importantes variáveis não são incluídas no VAR, a referida análise não vai refletir as características do sistema. Adicionalmente, o autor afirma que a ordenação das variáveis endógenas no modelo VAR altera substancialmente o seu resultado.

Nesse sentido, Enders (1995) sugere que se utilize a análise de causalidade de Granger com o intuito de estabelecer uma regra para o cálculo daquele ordenamento. As variáveis devem ser sobrepostas de acordo com o grau de exogeneidade. A seqüência ideal seria aquela em que as variáveis estariam ordenadas na seguinte forma: a primeira deveria possuir o poder de causalidade sobre todas as variáveis subseqüentes; a segunda além de ser causada pela primeira, deveria igualmente causar as demais variáveis subseqüentes; e, assim sucessivamente, até que a última fosse somente causada por todas as demais variáveis que a sucederam. Desse modo, as primeiras variáveis deveriam ser as mais exógenas, ou seja, com maior poder de causalidade, e as últimas deveriam ser as mais endógenas.

As Tabelas 26 e 27 mostram os testes de causalidade de Granger para os dois períodos em análise. A hipótese nula H_0 diz respeito ao fato de que determinada variável X não causa a variável Y, no sentido de Granger, e a hipótese alternativa H_1 representa a situação de causalidade. Neste caso, considerou-se o nível de significância de 10%, ou seja, $p\text{-value} \geq 0,10$, de maneira que a hipótese alternativa deve ser aceita com $p\text{-value} \leq 0,10$.

Tabela 26 – Teste de causalidade de Granger (1 lag) – 1995:1 a 1998:6

Variáveis	EMBIG	SELIC	TBOND	CE	IPCA
EMBIG	-	0,00000	0,08371	0,60286	0,05507
SELIC	0,05907	-	0,60025	0,42290	0,17798
TBOND	0,29222	0,09525	-	0,77493	0,84531
CE	0,76669	0,62247	0,19612	-	0,06847
IPCA	0,04412	0,06496	0,78746	0,73236	-

Tendo em vista os dados apresentados na Tabela 26, podem-se vislumbrar quatro relações de causalidade unidirecional: (1) CE→IPCA; (2) IPCA→SELIC; (3) EMBIG→TBOND⁵⁶ e (4) TBOND→SELIC. Adicionalmente, verificam-se duas relações de causalidade bidirecionais: (1) SELIC↔EMBIG; (2) IPCA↔EMBIG. Tendo em vista a análise a partir do teste de causalidade, pode-se inferir para o período 1995/1998 a seguinte seqüência, que ocorre de forma relativamente linear:

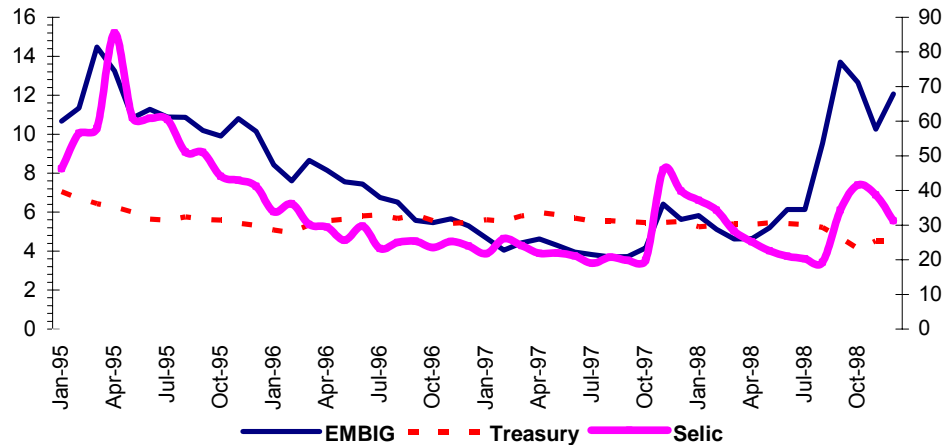
$$CE \rightarrow IPCA \rightarrow SELIC \leftrightarrow EMBIG \rightarrow TBOND \quad (3)$$

Primeiramente, observa-se que a variável Investimento em Carteira Estrangeira (CE) constitui o canal de transmissão que afeta o risco-Brasil (EMBIG) através do IPCA. A razão se encontra no fato de que a volatilidade desses fluxos, além de gerar incertezas sobre a economia brasileira, cria de alguma forma expectativas de desvalorização cambial que tendem a impactar positivamente a inflação doméstica (IPCA). Em relação aos impactos do IPCA sobre a taxa Selic (SELIC), os estudos de Corrêa e Biage (2007) mostram que, na maior parte desse período, as taxas de juros domésticas foram reduzidas, o que foi decisivo para que as taxas de juros (SELIC) seguissem esse movimento.

A Figura 10 mostra o forte embricamento entre o risco-Brasil (EMBIG) e a taxa Selic (SELIC). De fato, conforme visto anteriormente, o teste de Granger acusou uma bi-causalidade entre eles. Em relação à causalidade bi-direcional entre SELIC e EMBIG, vista de forma isolada, esta condição constitui uma possibilidade teórica, dado que o aumento do risco-Brasil pode conduzir as autoridades monetárias a elevarem a taxa básica de juros como forma de evitar uma fuga de capital, conforme ocorreu, por exemplo, no advento da crise asiática. Contudo, a elevação do patamar de juros igualmente pode contribuir para o incremento do risco-Brasil, uma vez que isso poderia conduzir a um processo de arbitragem implicado na emigração dos títulos de emissão da dívida externa para as aplicações domésticas, a exemplo das aplicações em

⁵⁶ Importa lembrar que o conceito de risco-Brasil diz respeito à diferença entre os retornos dos títulos de emissão da dívida externa do país e os títulos emitidos pelo Tesouro americano, os *treasury-bonds* (TBOND).

renda fixa, o que reduziria os preços daqueles títulos, ampliando os *spreads*, o que, nesse caso, inevitavelmente conduziria para a elevação do risco-país.



Eixo principal: EMBIG e *Treasury* (TBOND): aa. %.
 Eixo secundário: Selic: aa. %.

Fonte: J.P. Morgan – Federal Reserve e Banco Central. Elaboração própria.

Figura 10 – Risco-Brasil, Tbonds e Selic: 1995:1 a 1998:12.

Quando se leva em conta a interação entre as diversas variáveis contidas no modelo, os potenciais impactos inflacionários advindos da volatilidade dos fluxos de capitais, particularmente os Investimentos em Carteira Estrangeira (CE), ao afetarem SELIC, acabam gerando impactos positivos sobre o risco-Brasil. Considerando a forte integração dos mercados internacionais e os desequilíbrios crescentes externos americanos, a elevação da SELIC pode ocorrer no contexto de crise financeira internacional, como ocorreu por duas vezes (crises asiática e russa) no período em análise, o que pode impactar igualmente sobre a remuneração dos títulos do Tesouro americano (TBOND). De fato, logo após a crise russa, verificou-se uma forte elevação das taxas Tbons.

Tabela 27 – Teste de causalidade de Granger (4 lag) – 1999:9 a 2006:12

Variáveis	EMBIG	SELIC	TBOND	SWAP	IPCA	CERF
EMBIG	-	0,99150	0,92910	0,23296	0,00055	0,50621
SELIC	0,86662	-	0,00000	0,70708	0,99010	0,18845
TBOND	0,83996	0,82380	-	0,93381	0,68075	0,29447
SWAP	0,70025	0,93269	0,46033	-	0,02998	0,56033
IPCA	0,00118	0,11765	0,46265	0,00946	-	0,16233
CERF	0,48036	0,00167	0,78244	0,77847	0,06459	-

Levando-se em conta os dados que constam da Tabela 8, podem ser observadas três relações de causalidade unidirecional: (1) CERF→SELIC; (2) CERF→IPCA; (3) SELIC→TBOND. Adicionalmente, evidenciam-se duas relações de causalidade bidirecionais: (1) IPCA↔SWAP; (2) IPCA↔EMBIG. Considerando-se a análise a partir do teste de causalidade, pode-se inferir para o período 1999/2006 a seguinte seqüência:

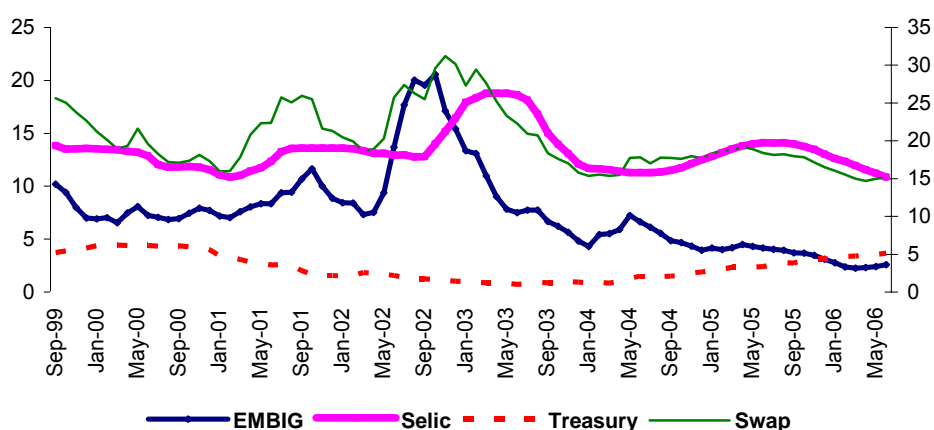
$$\text{CERF} \rightarrow \text{SELIC} \rightarrow \text{TBOND} \rightarrow \text{IPCA} \rightarrow \text{SWAP} \rightarrow \text{EMBIG} \quad (4)$$

Dessa vez, o canal de transmissão é proporcionado pela variável Investimento em Carteira Estrangeira na modalidade de Renda Fixa (CERF), negociada no exterior. Com a passagem do câmbio fixo para o câmbio flutuante, no início de 1999, o Plano Real deixaria de contar com uma âncora cambial que foi fundamental para o êxito do plano de estabilização. Esse fato obriga as autoridades monetárias a ficarem mais atentas aos fluxos de capitais internacionais, o que explica a causalidade CERF→SELIC.

A política monetária passa a ser rigidamente orientada pelas metas de inflação, o que indiretamente acaba afetando o IPCA. Adicionalmente, a partir de 2003, através de um acordo com os principais parceiros americanos, o dólar passa a ser recorrentemente desvalorizado. Esse fato e uma administração fortemente ortodoxa da política monetária doméstica contribuem para a ocorrência de um processo de redução inflacionária da economia brasileira a

partir daquela data. Além disso, após as turbulências nos mercados financeiros internacionais entre 2000/2002, verifica-se um período de relativa calma. Neste sentido, o indicador do risco-Brasil (EMBIG) vai acompanhar a trajetória declinante da inflação (IPCA), e o mesmo vai suceder com a taxa Swap (SWAP).

Uma vez que a taxa Selic, que serve de parâmetro para os títulos da dívida Interna (Renda Fixa), tem sido rigidamente administrada no Brasil. A Figura 11 evidencia que, a partir de 2003, ela tem sido descolada da taxa dos títulos da dívida externa brasileira, em face da significativa diferença entre taxa Selic e os *spreads* do risco-Brasil, o que evidencia o fato de que, no período 1999/2006, as variáveis SELIC e EMBIG não apresentaram nenhuma relação de causalidade, diferentemente do período anterior.



Eixo principal: EMBIG, Treasury (TBOND): a.a. %
 Eixo secundário: Selic, Swap: a.a. %.

Fonte: J.P. Morgan – Banco Central, Federal Reserve. Elaboração própria.

Figura 11 – Risco-Brasil, Selic, Tbonds, Swap: 1999:9 a 2006:6.

7.5. Análise da decomposição da variância

Conforme visto no item anterior, o ordenamento das variáveis para a análise da decomposição da variância, referente ao modelo VAR para o primeiro período (1995/1998), foi o seguinte: Investimento em Carteira

Estrangeira (CE); Taxa de Inflação (IPCA); Taxa de Juros Selic (SELIC); risco-Brasil (EMBIG); *treasury* do Tesouro americano (TBONDS). Em conformidade com os dados apresentados na Tabela 28, o intuito é fazer uma análise da decomposição da variância específica para as variáveis Investimentos de Carteira Estrangeira e risco-Brasil.

Tabela 28 – Análise da decomposição da variância (1 lag) – 1995:1 a 1998:12

Período	S.E	CE	IPCA	D(SELIC)	D(EMBIG)	D(TBOND)
Decomposição da variância de CE						
1	1880.009	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
5	2088.097	98.55231	0.143075	0.486810	0.780405	0.037403
10	2089.846	98.48722	0.206582	0.486036	0.780009	0.040155
Decomposição da variância de D (EMBIG)						
1	1.215261	2.780308	2.701440	1.582083	92.93617	0.000000
5	1.360078	4.075478	9.258817	5.575128	80.73321	0.357362
10	1.371749	4.764104	9.962585	5.481624	79.40907	0.382613

Em relação à Decomposição da Variância no 10.º período, a maior parte da variação de CE é explicada por ela mesma (98,49%). Todas as demais variáveis mostraram possuir uma participação insignificante para a sua explicação, e a maior entre elas é proporcionada pela D(EMBIG), de somente 0,78%. Esses dados se mostram coerentes com a análise precedente, após a realização do teste de Granger, em que a variável CE se apresenta significativamente exógena. Dentro do contexto da globalização financeira, em que se verifica a integração dos mercados financeiros domésticos, a entrada de capitais estrangeiros no país acaba afetando o preço dos títulos domésticos, alterando a sua rentabilidade, aspecto esse fundamental para a internalização desses recursos.

Quanto à Decomposição da Variância do risco-Brasil (EMBIG), pode-se constatar que nos 10º período, uma parte significativa de sua variação é explicada pela própria variável, cerca de 80%. Contudo, as demais variáveis

em conjunto igualmente respondem por uma parcela relativamente importante. Entre elas, destacam-se a taxa de inflação (9,96%); taxa Selic (5,49%) e os Investimentos em Carteira Estrangeira, Renda Fixa. (4,76%), perfazendo a quase totalidade da explicação restante. A partir desses dados, duas observações merecem destaque: primeira, a relativa importância explicativa da variável CE infere que os capitais voláteis possuem forte influência no indicador de mercado doméstico, entre os quais o próprio risco-Brasil; segundo, a variável SELIC, que se constitui no segundo fator explicativo, excluído o próprio EMBIG, reforça o argumento colocado na seção imediatamente anterior de que a taxa de juros Selic causa risco-Brasil.

O ordenamento das variáveis para a análise da decomposição da variância do modelo VAR para o segundo período (1999/2006) foi o seguinte: Investimento em Carteira Estrangeira, Renda Fixa (CERF); taxa de juros Selic (SELIC); *Treasury* do Tesouro americano (TBONDS); taxa de inflação (IPCA); taxa Swap (SWAP) e risco-Brasil (EMBIG). A exemplo do caso anterior, novamente o propósito é realizar uma análise da decomposição da variância específica para as variáveis Investimento de Carteira Estrangeira e risco-Brasil, conforme evidenciado na Tabela 29.

Tabela 29 – Análise da decomposição da variância (4 lag) – 1999:9 a 2006:12

Período	S.E	CERF	SELIC	D(TBOND)	IPCA	D(SWAP)	D(EMBIG)
Decomposição da variância de CE							
1	1223.728	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
5	1584.693	77.57589	2.569460	5.314661	6.302246	3.728287	4.509456
10	1678.015	75.23518	2.448047	5.722372	6.196222	5.459768	4.938411
Decomposição da variância de D(EMBIG)							
1	0.920036	2.429043	1.316506	4.552555	8.043178	45.43708	38.22164
5	1.153363	2.693997	1.715015	6.605954	12.59794	38.68154	37.70556
10	1.331567	6.548999	1.711097	5.763927	14.05206	38.30860	33.61532

A Decomposição da Variância dos Investimentos em Carteira Estrangeira mostra que, no 10.º período, a maior parte da variação de CE é explicada por ela mesma (75,24%). Todas as demais variáveis mostraram possuir uma participação relativamente pouco significativa para a sua explicação, caracterizando-se mais uma vez que os fluxos do balanço de pagamento constituem normalmente variáveis exógenas. A variável CERF enquanto *proxy* das contas do balanço de pagamentos tende a funcionar como um canal de transmissão entre fluxos financeiros do balanço de pagamentos e a rentabilidades das aplicações domésticas requeridas pelos capitais internacionais especulativos, a exemplo da taxa Selic (SELIC), referente às aplicações da Renda Fixa e da taxa Swap Di-Pré 360 (SWAP), que, através de movimentos de arbitragem, os rendimentos tendem a se igualar aos títulos do Tesouro americano (TBONDS), com maturidade equivalente a um ano.

Levando-se em conta a Decomposição da Variância do risco-Brasil, chama atenção o fato de que a variável que mais contribuiu para a explicação da variação EMBIG foi a taxa Swap, com 38,31%. Conforme comentários anteriores, essa taxa guarda estreita relação com o TBOND, o qual, por sua vez, constitui uma alternativa às aplicações dos títulos da dívida externa brasileira, especialmente em condições de turbulências, quando normalmente verifica-se movimento de *flight* do *quality* (fuga de capital). Aliás, de certo modo, isso justifica uma participação um pouco menor da própria variável TBOND de 5,76%. Além disso, a participação da variável CERF de 6,55% caracteriza a influência dos capitais voláteis sobre os indicadores do risco-Brasil.

Dessa vez, a explicação da taxa Selic sobre a variação de EMBIG foi pequena, respondendo somente por 1,71%, o que confirma o que já foi colocado na seção anterior, quando se comentou sobre o descolamento entre a taxa de juros doméstica e o risco-Brasil. Enquanto o mercado financeiro, principalmente a partir de 2003, entrou em processo de relativa calma, propiciando a redução do risco-Global, conforme mencionado no capítulo 6, a política monetária aludida continua rígida, de acordo com o determinado pelas metas de inflação.

O importante é observar que, quando se analisa a dinâmica das variáveis contida no modelo, os fluxos de capitais, principalmente por

intermédio dos Investimentos em Carteira Estrangeira e Renda Fixa (CERF), impactam a taxa de juros doméstica Selic (SELIC), que, por sua vez, causa outras variáveis que acabam rebatendo no risco-Brasil, tornando-se uma variável não somente bastante endógena, mas também determinada muito mais pelos movimentos especulativos internacionais do que por fundamentos macroeconômicos.

8. DEBATE SOBRE TAXA DE JUROS E RISCO-BRASIL

Na literatura econômica brasileira recente, podem-se identificar duas visões distintas acerca da determinação do risco-Brasil. Uma trata do modelo de sustentabilidade fiscal, que leva em conta que, para reduzir ou manter aquele risco baixo, as autoridades econômicas do país devem adotar políticas macroeconômicas voltadas para os fundamentos da economia, sendo esta identificada como o déficit público. Adicionalmente, posiciona-se contrário à adoção de políticas cambiais ativas, na medida em que considera que estas possuem somente o efeito de aumentar o patamar inflacionário da economia e, conseqüentemente, elevar a taxa de juros, o que produziria um efeito negativo sobre o risco-Brasil.

Uma visão crítica desse modelo considera um equívoco concentrar todos os esforços sobre o déficit do governo para o enquadramento do risco-Brasil. Acreditam que os fundamentos que deveriam ser prioritariamente observados pela política macroeconômica referem-se àqueles que procuram melhorar a solvabilidade externa do país, ou seja, que implica aumento da capacidade de o país fazer frente aos seus débitos externos, de modo que isso tende a produzir um efeito positivo sobre o risco-país. Neste sentido, a política cambial ativa é bem aceita, uma vez que, ao permitir incrementar as exportações, ela conduziria à economia na direção da melhoria das suas contas externas.

Antes de discorrer sobre as duas vertentes, o modelo de sustentabilidade fiscal e a aqui denominada ótica da solvabilidade externa, cabe fazer um paralelo de ambas com as duas teorias vistas no capítulo 2, referentes aos dois modelos explicativos das crises monetárias: os modelos de primeira e de segunda geração.

O modelo de sustentabilidade externa tem sua fundamentação calcada no modelo de primeira geração, na medida em que este leva em conta que o compromisso com a taxa de câmbio fixo deve ser mantido diante de uma situação de permanente déficit orçamentário, mesmo que ele esteja sendo monetizado, situação que acaba conduzindo ao ataque especulativo, implicando a própria flexibilidade da taxa de câmbio. Isso significa que o modelo de primeira geração advoga que se deve manter o déficit público controlado para evitar a alteração da política cambial, perspectiva essa muito próxima à defendido pelo modelo de sustentabilidade fiscal.

O modelo de segunda geração trabalha com a idéia de equilíbrio múltiplo, ou seja, a política cambial deve atender a outros objetivos que não somente o da estabilização monetária. Entre esse objetivos, podem-se incluir o desemprego e o desequilíbrio das contas externas. Por conseguinte, o modelo de segunda geração é compatível com certo patamar de déficit público e, ao não reconhecer que o compromisso com o taxa de câmbio deva ser imutável, guarda uma relação com a ótica da solvabilidade externa.

8.1. Modelo de sustentabilidade fiscal

Conforme observado no capítulo anterior, encontra-se em Garcia e Rigobon (2004) a formulação do modelo de sustentabilidade fiscal. Por intermédio do modelo VAR, considera-se as séries históricas dos juros reais, câmbio real e da taxa de crescimento da economia, para determinar trajetórias que mantêm a dívida/PIB em patamar⁵⁷ não considerado de risco. Concluíram que o conjunto das variáveis conduz a uma proporção elevada de trajetórias explosivas; quando a porcentagem de trajetórias explosivas se eleva, crescem os prêmios de risco (risco-Brasil), o que realimenta a depreciação cambial e a

⁵⁷ O percentual considerado de risco de *default* é acima de 75% do PIB.

elevação dos juros, e este último determina a redução na taxa de crescimento da economia.

Nessa mesma linha de raciocínio, estão incluídos Pastore e Pinotti (2005), que defendem a tese de maior necessidade de abertura comercial e superávit primário para a economia brasileira. No que tange à abertura comercial, consideram que existe uma correlação inversa entre as relações (consumo + investimento privado) / PIB e as contas correntes/PIB, isto é, para que o saldo nas contas correntes em termos de PIB cresça, o consumo e o investimento privado devem necessariamente declinar com relação ao PIB.

Levando-se em conta que o ajustamento na conta corrente por intermédio de uma forte depreciação cambial em 2004 teria promovido as exportações e encolhido as importações, a contrapartida desse ajuste implicou tanto a queda no consumo quanto o investimento. Os autores afirmam que a depreciação do câmbio real teria conduzido a uma queda no consumo por intermédio da redução dos salários reais. Quanto aos investimentos, em face da dependência da formação bruta de capital fixo de máquinas, matérias-primas e componentes importados, a desvalorização cambial, ao elevar o preço relativo dos produtos importados, teria produzido também a sua redução. Enfatizam que o ajustamento não deveria basear-se em maiores saldos comerciais, que não contribuem para o crescimento econômico. Em vez disso, afirmam que a economia deveria se engajar em maior abertura comercial, leia-se em maiores níveis de importações, que permitem a elevação dos investimentos e do crescimento econômico.

No que se refere aos superávits primários, Pastore e Pinotti (2005) baseiam-se no modelo de Garcia e Rigobon (2004) para formular o seguinte esquema: uma crise de confiança, ou mesmo um choque externo, induz à elevação do prêmio de risco (risco-país) e depreciação cambial, e esta última leva ao incremento da inflação que conduziria a juros mais elevados. Assim, isso acaba comprometendo o crescimento econômico, o que contribui igualmente para o incremento da relação dívida/PIB.

Nesse ponto, os autores supracitados ressaltam que a menor fixação das metas de superávit primário aumenta a percepção dos investidores internacionais quanto à possibilidade de trajetórias explosivas da dívida pública, incrementando prêmios de risco e taxas de juros. Portanto, a elevação

das metas de superávits primários inverteria essa equação, abrindo espaço para o crescimento econômico e a redução da relação dívida/PIB.

Consoante os autores, isso explicaria o fato de que na troca de governo, de Cardoso para Lula, em 2003, o superávit primário teria sido elevado de 3,75% para 4,25%, com a perspectiva de reduzir gradualmente a relação dívida pública/PIB. Eles basearam esse raciocínio na seguinte equação simplificada⁵⁸ que estabiliza essa relação:

$$f_t = (r - g) D_{t-1} \quad (5)$$

Levando-se em perspectiva as taxas médias de juros reais (r) e de taxa de crescimento (g), respectivamente de 9,5% e de 2,5% ao ano, ocorridas no período de flutuação cambial, e supondo uma dívida/PIB (D_{t-1}) de 50% arredondados, eles evidenciam que o superávit primário (f_t) de 3,75% seria suficiente para manter a relação estável ao longo do tempo. Portanto, em consonância com a fórmula (5), um aumento da austeridade fiscal, no caso, a elevação do superávit para 4,25% deveria gradualmente possibilitar a redução da taxa de juros e dar condições da economia crescer a taxas mais elevadas.

O modelo de sustentabilidade fiscal coloca-se claramente na perspectiva da teoria monetarista, na medida em que esta considera que a ação do estado é vista como desestabilizadora da economia, na medida em que, no longo prazo, não afeta o produto, mas tende a produzir somente efeitos sobre os preços. Neste sentido, defende o ponto de vista de que a política econômica não deve ser intervencionista. No caso da política fiscal, o referido modelo considera que o incremento do déficit público somente produz impacto sobre a inflação, o que conduz ao aumento dos juros que acaba inibindo o crescimento. Em relação à política cambial, esta não deve ser ativa, cujo efeito principal se traduz apenas na redução dos investimentos. Dessa forma, dentro da concepção neoliberal, advoga maior abertura da economia como uma forma de contornar esse problema, o que permitiria o país ter condição de promover um crescimento sustentado.

⁵⁸ A fórmula completa da dinâmica da relação dívida/PIB é expressa por $D_t - D_{t-1} = -f_t + [(r-g)/(1+g)] (D_{t-1})$. Fazendo $D_t - D_{t-1} = 0$, que estabiliza a relação dívida/PIB, tem-se que $f_t = [(r-g)/(1+g)] (D_{t-1})$. Para valores baixos de g , o termo $(1 + g)$ pode ser eliminado, sem muito prejuízo do resultado, de tal sorte que se obtém a equação simplificada dada por $f_t = (r - g) D_{t-1}$ (PASTORE; PINOTTI, 2005, p. 119).

A experiência brasileira recente tem demonstrado, de um lado, que o recorrente estabelecimento de metas de superávit primário, que constitui uma forma de reduzir a ação do estado na economia, tem contribuído para o crescimento pífio da economia. De outro, a inserção externa calcada na abertura comercial, além de não ter elevado os investimentos, proporcionou o aumento da vulnerabilidade externa e a fragilidade financeira externa, tornando o país mais sujeito a choques externos, o que, conforme o próprio modelo de sustentabilidade externa representa um dos elementos que conduz ao incremento do risco-país.

8.2. A ótica da solvabilidade externa

Na perspectiva da ótica da solvabilidade externa encontra-se Mantega (2005), na medida em que é a favor do ajustamento do saldo comercial. Inicialmente pondera que, de uma perspectiva estática, de fato um superávit em transações corrente, ao tornar o país um exportador de capital, em princípio deveria reduzir a taxa do investimento da economia. Entretanto, faz uma ressalva de que, se o investimento responde favoravelmente ao aumento da utilização de capital instalada e o saldo comercial afeta positivamente a produção das empresas, isso implica aumento do investimento mais adiante.

Além disso, destaca que uma redução do déficit (ou aumento do superávit) em conta corrente não necessariamente afeta de modo negativo o crescimento, desde que acompanhado do incremento do investimento; e que o saldo comercial é também entendido como um elemento fundamental para o crescimento de longo prazo, uma vez que reduz a vulnerabilidade a choques externos.

Por fim, adverte que existe um risco envolvido na estratégia do incremento do déficit em conta corrente, uma vez que isso pode implicar a contrapartida de um declínio da poupança doméstica, o que constitui um convite ao endividamento externo, inclusive para o financiamento do consumo. Cita o exemplo da experiência brasileira de 1995-2002, como algo que deve ser veementemente evitado.

Crítico do argumento da necessidade de se aumentar o superávit primário, Bresser-Pereira (2003) também se encontra na perspectiva da ótica

da solvabilidade externa e relata que o FMI, em vez de procurar estabelecer metas rígidas para o saldo comercial em conta corrente, prefere que se concentrem no déficit público, justificando com a teoria dos déficits gêmeos.

A referida teoria afirma que, para dado nível de exportações em determinada economia, menor gasto do governo, ao diminuir a demanda agregada em face do seu impacto negativo sobre a renda, igualmente reduz as importações, implicando o incremento dos saldos comerciais. Quer dizer, o controle do déficit público implica o aumento do superávit em transações correntes.

O autor rebate essa teoria afirmando que ela deixa de ser verdadeira quando a economia encontra-se com o câmbio sobrevalorizado. Na condição da moeda doméstica apreciada artificialmente, o poder aquisitivo dos assalariados torna-se maior, o que incrementa o consumo, tendo como contrapartida o decréscimo da poupança doméstica. Adicionalmente, tende a desestimular não somente as exportações, mas, também, a substituição competitiva de importações, ou seja, incrementa o déficit em transações correntes. Logo, a redução da poupança interna em função do aumento do consumo é contrabalançada pela entrada da poupança externa, de modo que os investimentos continuam inalterados⁵⁹.

Considerando que o financiamento externo tem patrocinado o consumo, em face da taxa de câmbio encontrar-se artificialmente apreciada, o aumento da poupança externa é compensado com a redução da poupança doméstica, referente ao termo da poupança privada, de modo que os investimentos não se alteram e, portanto, não se verifica o crescimento do país.

Dentro da perspectiva da ótica da solvabilidade externa, há três preocupações básicas intrinsecamente interligadas propostas para o enquadramento do risco-Brasil: a) inverter a ordem especificada no modelo da sustentabilidade fiscal, que determina que, em vez da preocupação com o saldo comercial, dever-se-ia enfatizar o superávit primário. Conforme

⁵⁹ Partindo-se da identidade $Y = C + I + G + (X - M)$, em que Y expressa renda bruta; C, consumo; I, investimento privado; e G, gastos do governo. Fazendo $Y - T = Y^*$ (renda líquida), doravante também denominado de Y, tem-se que $Y = C + I + G - T + (X - M)$. Reordenando-se os termos para o lado esquerdo, salvo o investimento (I), chega-se a $(Y - C) + (T - G) + (M - X) = I$. De um lado, tendo em vista que $(Y - C)$ constitui a poupança privada e $(T - G)$ representa a poupança pública, a soma dos dois termos expressa a poupança interna, ou seja, $(Y - C) + (T - G)$. De outro, $(M - X)$ diz respeito à poupança externa.

ênfatisado, a redução do déficit público não garante a diminuição do déficit em transações correntes. Pelo contrário, no contexto da terceira fase da globalização financeira, quando os países em desenvolvimento foram inseridos nesse processo, particularmente o continente latino-americano, em meio a políticas de estabilização, na década de 90, verificou-se amplamente a apreciação do câmbio. No caso do Brasil, esse fato estilizado foi particularmente verdadeiro após a introdução do Real, em meados de 1994, quando se observou o aumento da dívida externa que já se encontrava bastante elevada; b) considerando que o estoque de dívida externa ainda se encontra em patamar elevado, torna-se prioritária a sua redução para que se diminua tanto a vulnerabilidade externa⁶⁰ quanto a fragilidade financeira externa⁶¹, admitidas como fundamentais para a redução do risco soberano, uma vez que ambas permitem enfrentar melhor os choques externos; c) o financiamento externo do balanço de pagamentos passa a assumir um ponto relevante, por duas razões: evitar que ele aprecie a moeda doméstica para não patrocinar o consumo, o que concorreria para elevar a dívida externa sem induzir o crescimento da economia, implicando a maior vulnerabilidade externa e até mesmo o incremento da fragilidade financeira externa. Esse caso remete para a questão do equilíbrio múltiplo, onde o câmbio não pode visto apenas como fator estabilizante da economia; procurar fazer com que o financiamento externo efetivamente contribua para o aumento do investimento da economia. Os investimentos diretos do tipo *greenfield investment*⁶² constituem-se em exemplo desse tipo.

A  tica da solvabilidade externa, portanto, encontra-se no contexto da visão desenvolvimentista, em que a a o do estado   vista como fundamental para criar as condições da promoção do crescimento da economia. Considerando o corte keynesiano, em que a economia está sujeita a flutuações da renda, a política econômica deve possuir um caráter intervencionista, como forma de conduzir o país mais rapidamente para a trajetória do crescimento. Dentro desta perspectiva, a política fiscal, que procura aumentar o superávit

⁶⁰ A relação dívida externa/exportações   tomada como *proxy* da vulnerabilidade externa.

⁶¹ A relação dívida externa de curto prazo/reservas internacionais   vista como *proxy* da fragilidade financeira externa.

⁶² *Greenfield investment* diz respeito aos investimentos diretos estrangeiros que entram no país não sob a forma de operações de fusões e aquisições. Portanto, eles contribuem para a formação de capital fixo bruto.

primário, além de não conduzir ao aumento na conta de transações correntes, não contribui para o aumento da atividade econômica do Brasil. Por conseguinte, a política cambial deve-se pautar para a promoção de saldos comerciais, inclusive como forma de incrementar os investimentos necessários ao crescimento sustentado.

Por essa visão, a ênfase não recai sobre o superávit primário que não conduz ao saldo positivo das contas externas. Esta se concentra na política cambial, que visa à promoção das exportações líquidas com o intuito de diminuir a vulnerabilidade externa, reduzindo a possibilidade de a economia ser afetada por choques externos que podem levar ao aumento do risco-Brasil, o que constitui um avanço em relação ao modelo de sustentabilidade fiscal.

A ótica da solvabilidade externa, contudo, ainda apresenta um viés neoclássico, na medida em que advoga uma alteração da poupança externa para a poupança doméstica, constituindo uma mudança que conduziria o país a uma trajetória de crescimento, que, por sua vez, permitiria as condições da economia brasileira a recorrentemente apresentar baixos níveis de risco-país.

Essa formulação teórica, porém, não atenta para o fato de que, no contexto histórico da globalização, o processo da inserção externa do país foi determinado de forma subordinada, uma vez que se pautou pelas orientações do neoliberalismo. Essa inserção externa subordinada implicou a necessidade de contar com amplos capitais voláteis que, conforme comentado no capítulo anterior, afetam os indicadores do mercado, sobretudo o risco-Brasil. Somente com uma mudança estrutural de seu padrão comercial é que será possível o país não depender de forma radical desses capitais voláteis para o financiamento do balanço de pagamentos. Por não terem promovido a necessária mudança estrutural do seu padrão comercial, os baixos níveis atualmente apresentados pelo risco-Brasil deve-se exclusivamente ao cenário internacional excepcionalmente favorável.

Nesse sentido, a provável ampliação do superávit comercial por intermédio de uma política cambial mais ativa, embora possa reduzir concomitantemente a vulnerabilidade externa e a fragilidade financeira externa, não é suficiente para imprimir uma inserção externa mais autônoma. Esta somente pode ser alcançada com uma política industrial que promova o aumento do conteúdo tecnológico das exportações manufaturadas, que

constitui a única forma de não depender expressivamente da conjuntura mundial mais propícia ao comércio mundial.

8.3. Vulnerabilidade externa e fragilidade financeira externa

De acordo com a ótica do modelo de solvabilidade externa, a inversão da ordem de prioridade do superávit primário para o saldo das transações correntes é uma questão crucial. Esse fato coloca a importância da redução da dívida externa, uma vez que ela influencia negativamente a conta corrente.

Realmente, o endividamento externo tem constituído um constrangimento ao crescimento da economia brasileira, de acordo com Carneiro (2002), na medida em que ele tem implicado vultosas transferências de recursos ao exterior, limitando a capacidade de importar do país.

Conforme já afirmavam Simonsen e Cysne (1989), a confiança dos investidores internacionais em conceder empréstimos a determinada nação depende da sua solvabilidade (vulnerabilidade externa), ou seja, a sua disposição de transferir recursos para um país depende da relação entre o passivo externo líquido e a sua capacidade de gerar divisas, via exportação e serviços não fatores. Esse indicador possibilita observar a capacidade de o país honrar os compromissos a médio e longo prazo. Por conseguinte, a sua diminuição constitui um importante fator de redução do risco soberano.

Medeiros e Serrano (1999) alertaram para o fato de que houve uma disfunção⁶³ entre aquelas duas variáveis do indicador da solvabilidade, particularmente na década de 90, por duas razões principais: as exportações para os países em desenvolvimento apresentaram baixo crescimento, com a desregulamentação financeira tornou-se fácil os países periféricos captarem recursos externos, principalmente via investimento de portfólio e não tanto por intermédio de crédito bancário, modalidade esta muito utilizada na década de 70. Essa questão é novamente abordada por Medeiros e Serrano (2003), quando afirmam que a assimetria verificada entre o crescimento dos passivos

⁶³ No conceito de desenvolvimento para fora de Prebisch (1964, p. 108), havia um nexos lógico entre os empréstimos e as exportações, na medida em que eles eram basicamente canalizados para o escoamento das *commodities* para o exterior. No desenvolvimento para dentro, após 1930, esse nexos é quebrado, de maneira que fica aberta a possibilidade de haver uma disfunção na relação dívida externa/ exportações.

externos e as exportações é que se constitui no principal entrave ao crescimento prolongado da economia brasileira.

Deve-se também trabalhar com outra hipótese, qual seja a de que a expansão da dívida externa pode não vir acompanhada do incremento das exportações, o que implicaria o aumento da necessidade de financiamento externo. Diante da existência de ampla mobilidade de capital, a elevação dos juros domésticos tende a atrair capitais voláteis, o que certamente elevaria a fragilidade financeira externa. Nas atuais condições de flexibilização dos instrumentos financeiros, a ampla possibilidade de arbitragem pode conduzir à fuga de capitais, o que certamente teria reflexos negativos sobre o risco-país. Portanto, deve-se levar em conta também o indicador da fragilidade financeira externa, afinal as reservas constituem a primeira linha de defesa contra a interrupção dos fluxos de capital.

As considerações de Chang e Velasco (1998) enquadram-se dentro do contexto dos modelos das crises financeiras em que a ênfase recai mais para a questão da fragilidade financeira externa dos bancos, para explicar a crise asiática. Em meados da década de 90, os países do Sudeste Asiático já tinham promovido à liberalização financeira. Entre 1995 e a segunda metade de 1997, essas nações receberam um fluxo significativo de capitais externos, sendo que grande parte tinha sido proveniente das linhas interbancárias.

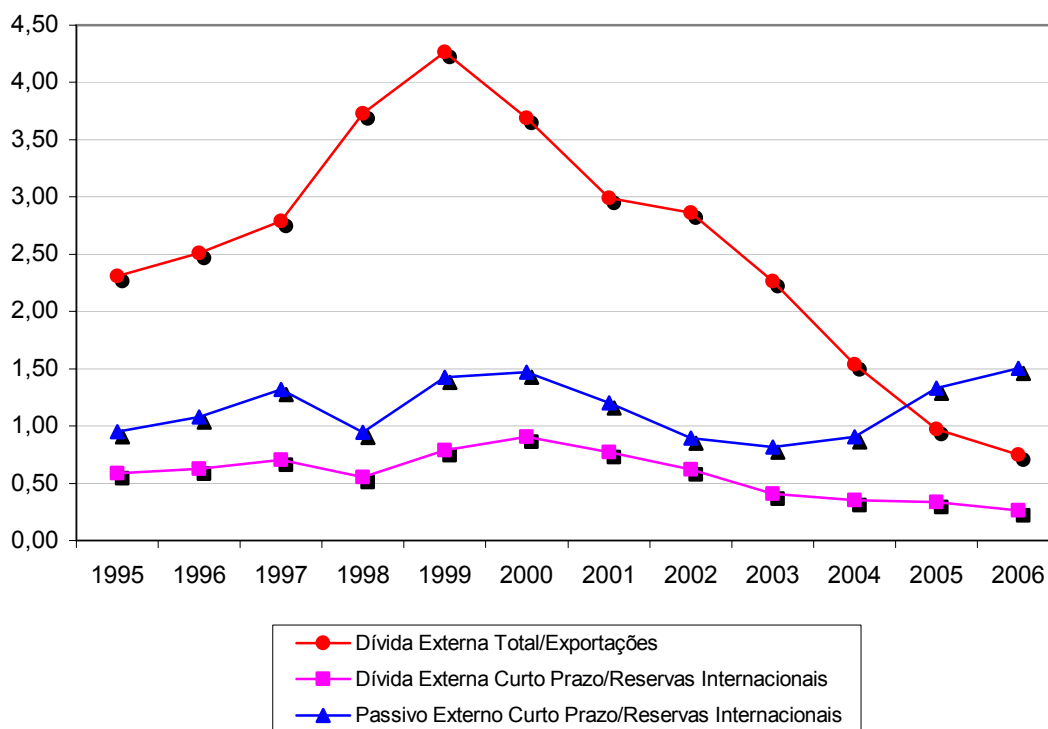
Os autores ponderam que, diante de uma situação em que os bancos domésticos emprestavam em moeda doméstica e captavam em moeda estrangeira, isso criava um descasamento entre ativos e passivos dessas instituições; e uma vez que esses países estavam trabalhando com câmbio fixo, o que estimulava a tomada de recursos externos, inclusive de curto prazo, também tornava maior o risco de os credores não rolarem esses empréstimos (*rollover*), em função do risco cambial embutido, o que acabou ocorrendo, implicando a subida do risco soberano dos países afetados.

O *Global Financial Stability Report* (IMF, 2004) relata que, após a crise asiática, os países emergentes, de modo geral, procuraram reforçar as suas reservas, principalmente os que enfrentavam percebidos riscos soberanos e aqueles que possuíam um elevado desequilíbrio fiscal. O motivo alegado seria o de prevenir a apreciação da moeda e de perseguir políticas voltadas para a exportação.

Segundo o relatório, a atitude desses países teria sido motivada pelo fato de o advento da crise ter provocado forte impacto nas economias que foram abaladas pelo referido evento, destacando-se o declínio da atividade econômica, o forte desemprego e a precariedade do funcionamento dos bancos. Adicionalmente, comentou que as reservas passaram a assumir um importante papel de reduzir a probabilidade da crise e evitar o problema de *rollover*, principalmente na presença de elevada relação dívida de curto prazo/reservas.

Uma questão relevante entre os indicadores da vulnerabilidade externa e fragilidade financeira externa, especialmente para um país que apresenta um significativo endividamento, diz respeito a uma política que enfatize que a redução de um deles pode ser realizada em prejuízo do outro. Por exemplo, no caso de se privilegiar a redução da vulnerabilidade externa, no primeiro momento isso pode estagnar ou mesmo reduzir as reservas, o que acabaria concorrendo para o comprometimento do indicador da fragilidade financeira externa.

A Figura 12 mostra que, no período recente, de maior acúmulo de déficit de transações correntes, entre 1995 e 1999, o indicador da vulnerabilidade externa do Brasil pulou de 2,3 para 4,3, representando o segundo maior patamar registrado em toda a série. A partir de então, a relação dívida externa/exportações declinou continuamente, até alcançar valores inferiores à unidade, em junho de 2006. O declínio dessa relação teve como marco a desvalorização cambial de 1999, mas, na realidade, o determinante principal foi a dinâmica do comércio mundial que tem favorecido os países em desenvolvimento de modo geral, na primeira metade da década do século XXI.



Fonte: Elaboração própria (dados retirados do Banco Central do Brasil).

Figura 12 – Vulnerabilidade externa e fragilidade financeira externa: 1995 a junho de 2006.

Vale observar duas questões fundamentais: durante esse período, a dívida líquida total continuou elevada, em torno de 50% do PIB, ao contrário do advogado pelo modelo da sustentabilidade fiscal, o que significa dizer que ela não constitui o fator principal da redução do risco-Brasil; os recentes baixos patamares do risco soberano da região foram patrocinados por uma inserção externa subordinada tanto da América Latina quanto do Brasil. Isso reflete muito mais uma conjuntura internacional atípica, que tem favorecido o continente com um vigoroso comércio sul-sul e melhoria dos termos de troca dos produtos intensivos de mão-de-obra e energia.

Considerando que essas condições dificilmente tenderão a se manter, especialmente no que se refere às condições favoráveis aos termos de troca e a manutenção elevada dos déficits comerciais apresentados pelos Estados Unidos, que, em última análise, constituem o sustentáculo do comércio entre os

países em desenvolvimento, a manutenção do baixo nível de risco soberano apresentado atualmente pelo Brasil pode não vigorar para um futuro não muito distante.

Retornando à Figura 12, o indicador da fragilidade financeira externa, considerando somente a dívida de curto prazo⁶⁴, os valores têm-se situado em torno de 0,5 e 1,0, entre 1995 e 2003. Quanto mais alta essa razão, maior deve ser o risco de um país enfrentar o problema de *rollover*, a exemplo do que ocorreu com grande parte dos países do Sudeste Asiático em 1997. Os números chegaram próximos à unidade entre 1999/2001, período em que se verificou uma piora substantiva do referido indicador. A partir de 2003, quando a relação se situou abaixo de 0,5, mais uma vez pode-se constatar uma melhora significativa, no caso o indicador da fragilidade financeira externa.

Quando se considera esse indicador, em termos de passivo externo de curto prazo, onde se leva em conta não somente a dívida de curto prazo, mas, também, os investimentos de portfólio, os valores gravitaram em torno de 1,0 e 1,5, entre 1995 e 2002, o que representa uma piora significativa. O período compreendido entre 1999 e 2001 foi quando a relação ficou perto do valor-limite. Porém, ao contrário do caso anterior, a partir de 2003, o indicador voltou a se deteriorar, chegando cada vez mais próximo da razão 1,5. Esse fato constitui uma situação que deve ser evitada, uma vez que qualquer interrupção dos fluxos externos aumenta as chances de o país enfrentar um processo especulativo.

No relatório do FMI consta que, após a turbulência financeira de 1997, os países emergentes passaram a adotar uma postura mais prudente, elevando os seus níveis de reservas, e isso ocorreu somente com os países asiáticos (Tabela 30).

⁶⁴ A dívida de curto prazo inclui os seguintes itens: empréstimos bancários (bancos – empresa), linhas interbancárias (banco-banco) e fornecedores (empresa-empresa).

Tabela 30 – Principais países emergentes detentores de reservas por região: 1996 e junho de 2004 (US\$ bilhões)

Países	Reservas		Reserva/PIB	Reserva/dívida de curto prazo	Reserva/depósito bancos
	1996	2004 (junho)			
Ásia					
China	107,0	463,1	28,9	14,2	-
Korea	34,0	166,5	17,4	3,4	34,7
Índia	20,2	115,4	17,2	6,4	31,1
América Latina					
México	19,4	60,3	9,4	2,2	39,3
Brasil	59,3	50,4	9,9	1,8	34,9
Venezuela	11,8	18,9	18,9	5,1	103,4

Fonte: IMF (2004).

As reservas dos três principais países, tanto da América Latina quanto da Ásia somaram US\$ 130 bilhões e US\$ 745,0 bilhões, respectivamente, em junho de 2004, ou seja, os primeiros não alcançaram 20% do montante dos segundos. Além disso, no período entre 1996 e 2004, os países da Ásia aumentaram substancialmente suas reservas, o que efetivamente não ocorreu com os países latino-americanos, salvo o México. Em termos de reservas/PIB e reservas/dívida de curto prazo, somente a Venezuela manteve o padrão.

No caso do Brasil, no período 1996/2004, as reservas teriam sofrido um decréscimo de 15%, com uma diferença importante, pois, em 1996, as reservas foram constituídas basicamente pela entrada de dólares oriundos dos fluxos financeiros e, mais recentemente, elas têm sido em grande parte provenientes das exportações. Contudo, quanto à política de redução do risco-Brasil, o acerto com o FMI, em 2005, e a troca dos *bradies* pelos *Globals* não permitiram e não foram suficientes para uma recomposição das reservas, respectivamente, de forma a colocar o indicador de fragilidade financeira externa em níveis adequados para o enfrentamento de possíveis turbulências futuras, por conta da incerteza que atualmente reina na economia mundial.

8.4. Taxa de juros e risco-Brasil

O próprio embate entre o modelo de sustentabilidade fiscal e a ótica da solvabilidade externa coloca a questão da causalidade entre a taxa de juros e o risco-Brasil. No primeiro caso, uma crise de confiança, ou um choque externo, tende a elevar o prêmio de risco (risco-Brasil) que acarreta uma depreciação cambial, que, por sua vez, aumenta os juros domésticos. No segundo caso, o posicionamento é invertido, posto que, por esta ótica⁶⁵, o incremento da taxa de juros, ao subir o estoque de dívida interna, acaba por sinalizar uma insegurança quanto à estabilidade da economia brasileira, que, por sua vez, induz à legitimação de um patamar mais alto para o risco-Brasil.

Antes de se comentar esse debate, que foi mais intenso em 2002, quando implicitamente foram se redesenhando os contornos das duas visões supracitadas, importa colocar os comentários de Pastore e Pinotti (1998), que declaram que, na crise asiática, o governo brasileiro elevou as taxas de juros para cobrir o risco-Brasil. Esse procedimento foi adotado para evitar movimentos de arbitragem principalmente por parte dos investidores institucionais, envolvendo os títulos da dívida externa brasileira denominada em dólar e os títulos da dívida pública indexados, emitidos internamente. Entretanto, os autores nada afirmam sobre a questão da causalidade.

Esse debate começa com Bresser-Pereira e Nakano (2002), autores que se colocam na perspectiva da ótica da solvabilidade externa, na medida em que sustentam que os juros altos acarretam a elevação do risco-Brasil, argumentando que a economia brasileira sofre de uma tendência crônica à semi-estagnação em virtude das restrições proporcionadas pelos endividamentos externo e interno. Por sua vez, essa tendência tem sido reforçada por uma política monetária considerada equivocada pelos autores, na medida em que eleva a dívida pública, o que afeta diretamente o risco-país.

O ponto central é o fato de que, considerando os fundamentos econômicos para explicar o risco-Brasil, tanto a dívida interna quanto a dívida externa, a redução da taxa de juros permitiria quebrar o círculo vicioso implícito nesse movimento, na medida em que isso conduziria à depreciação da taxa de

⁶⁵ Esse ponto de vista encontra-se em Bresser-Pereira (2003, p. 341).

câmbio, aumentando a capacidade de exportar, o que evitaria o crescimento da dívida externa e, ou, até a reduziria, bem como a dívida interna.

Esse enfoque recebeu críticas de Pastore (2002), que se coloca circunscrito à concepção do modelo de sustentabilidade fiscal. Ele argumenta que o risco-país está relacionado com os choques externos e por um ajuste fiscal incompleto. Nesse sentido, acredita que a taxa de juros estaria sendo determinada pelos fundamentos macroeconômicos da economia brasileira, de modo que não poderia ser a responsável pelo elevado risco-Brasil.

Dentro do mesmo contexto teórico, encontra-se Lopes (2002), uma vez que critica o uso da taxa de juros como instrumento de redução do constrangimento externo. Na sua análise, a diminuição da taxa de juros pela autoridade monetária aumentaria a demanda por consumo e investimento, o que acarretaria o aumento da absorção interna, que, por sua vez, tenderia a reduzir os saldos exportáveis. Assim sendo, aquela medida acabaria anulando os efeitos positivos da depreciação da moeda sobre as exportações brasileiras.

Ele ainda aponta um outro efeito negativo, ou seja, que a redução da taxa de juros tenderia a aumentar a taxa de inflação, ameaçando a grande conquista da estabilidade dos preços alcançada com o Plano Real. Maior elevação dos preços internos teria por conseqüência a perda de credibilidade da política econômica no exterior, o que aumentaria o risco-país.

Por sua vez, em clara divergência com as posições colocadas pelos dois últimos autores, Toledo (2002) pondera que os juros não são altos porque o risco-Brasil é alto, mas, ao contrário, o risco-Brasil é alto porque os juros são altos, o que o faz aproximar das teses da solvabilidade externa. Considera que a diferenciação entre os juros dos títulos denominados em dólar (NTN-Ds) e os juros dos títulos transacionados no exterior (*Bradies* e *Globals*) tende a ter as suas taxas equiparadas, em função do processo de arbitragem decorrente da liberdade dos fluxos de capitais.

Levando-se em conta a hipótese da relativa estabilidade do comportamento do câmbio, quando sobem os juros futuros em Reais, sobem também os juros em dólares, incrementando o *spread*⁶⁶, o que

⁶⁶ Embora o autor não deixe explícito de que forma ocorre o aumento do *spread*, esse fato se deve a uma migração dos títulos negociados no exterior (*Bradies* e *Globals*) para os dos títulos denominados em dólares (NTN'Ds), caso se verifique uma elevação dos juros desses últimos. Por conseguinte, isso

necessariamente elevaria o risco-Brasil. Portanto, uma política monetária que promova a elevação da taxa de juros implica necessariamente o aumento do *spread* e, por conseguinte, o próprio risco-Brasil.

A discussão supracitada ficou centrada somente na questão do sentido da direção na determinação entre taxa de juros e risco-Brasil. Por conseguinte, no capítulo anterior foram desenvolvidos os modelos VAR, para os períodos 1995/1998 e 1999/2006, com o intuito de examinar essa questão.

Inicialmente, realizou-se o teste de Granger para averiguar a causalidade entre as duas variáveis para os dois períodos. No primeiro período, o teste de Granger acusou uma bi-causalidade entre ambas as variáveis. Esse resultado é teoricamente sustentável, na medida em que, de um lado, o governo pode ser induzido a incrementar a taxa de juros em face do aumento do risco-Brasil; de outro, por meio de arbitragem, os juros igualmente podem levar os investidores à sua elevação. No segundo período, elas não apresentam nenhuma relação causal. A razão se encontra no fato de que se verificou um descolamento entre o risco-Brasil e a taxa de juros Selic por conta de dois fatores, já salientados no capítulo anterior: De um lado, a partir de 2003, verifica-se uma taxa declinante do risco-Brasil, por conta de um cenário internacional favorável. De outro, uma política monetária administrada de forma rígida, em razão das metas de inflação.

Por conseguinte, à luz do exposto anteriormente, a análise desenvolvida pelos teóricos do modelo da sustentabilidade fiscal e da ótica da solvabilidade externa, ao ficar restrita a questão doméstica da determinação entre a taxa de juros e o risco-Brasil, conduziria a uma indeterminação. A forma de sair desse impasse é considerar os determinantes externos, dentro da hipótese de que, no contexto da globalização, os fluxos financeiros afetam os indicadores do risco-Brasil.

Neste sentido, os modelos econométricos partiram dessa perspectiva ao mostrarem, para os dois períodos analisados, que a dinâmica das variáveis se comportou de tal forma que o movimento seqüencial lógico tem sido tal que os fluxos de capitais financeiros voláteis tendem a afetar primeiro as taxas de juros que, direta ou indiretamente, acabam impactando o risco-Brasil.

implicaria a redução da demanda dos títulos negociados no exterior e, conseqüentemente, uma queda nos seus preços, o que concorreria para a elevação dos seus *spreads*.

À primeira vista, esse resultado estaria dando razão aos partidários dos que defendem que o incremento da taxa de juros é que conduz à elevação do risco-Brasil e não ao contrário. Assim sendo, ao advogarem a redução da taxa de juros como forma de enquadramento do risco-Brasil, estaria defendendo o ajuste macroeconômico na direção correta. O próprio descasamento entre a taxa Selic e o risco-Brasil, ocorrido a partir de 2003, estaria corroborando para essa tese, principalmente porque houve uma razoável redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira e até mesmo da fragilidade financeira externa, no que se refere ao conceito de dívida de curto prazo. Desta forma, embora as autoridades monetárias possam alegar que a redução gradual de juros se deve ainda ao elevado índice de fragilidade financeira externa, no conceito de passivo de curto prazo, a hipótese mais plausível deve ser atribuída à ênfase demasiada na estabilidade da moeda.

Entretanto, a ótica da solvabilidade externa, ao deixar de considerar em sua análise que o comportamento do risco-Brasil é endógeno, uma vez que sua determinação é fundamentalmente vinda de fora, conforme reza a tradição cepalina (procurou-se evidenciar isso nos modelos econométricos apresentados), ela deixa de considerar a hipótese de que para o enquadramento do risco-Brasil torna-se fundamental a realização de uma inserção externa mais autônoma, que evite inclusive a dependência dos capitais voláteis.

Nesse sentido, coloca-se a necessidade de se promover uma redução mais substantiva da taxa de juros por dois motivos: inibir a entrada de investimento de capitais voláteis, que têm desempenhado o papel de canais de transmissão que impactam os indicadores do risco-Brasil, contribuindo para o aumento da fragilidade financeira externa; e reduzir os juros, que constituem poderoso instrumento indutor dos investimentos, inclusive os investimentos diretos estrangeiros, e ambos seriam a favor da manutenção do baixo patamar do risco-Brasil.

9. RESUMO E CONCLUSÕES

Os processos interligados de desregulamentação dos mercados e liberalização dos movimentos de capitais, desencadeados na economia mundial durante a década de 80, aumentaram o grau de integração dos mercados financeiros domésticos e ampliaram os espaços de valorização do capital.

Em conseqüência, o mundo tornou-se mais propenso à instabilidade de preços de ativos, principalmente os países em desenvolvimento, dado o pequeno tamanho de seus mercados financeiros relativamente aos das grandes nações capitalistas.

Nas economias latino-americanas, as políticas de estabilização adotadas, na década de 90, em consonância com as orientações do Consenso de Washington, induziram medidas de elevação de juros e valorização cambial, tornando o continente mais propenso a choques externos.

No caso específico da economia brasileira, foram aventadas três grandes hipóteses contidas nas seguintes indagações: (1) a inserção externa do país na economia mundial teria sido realizada de forma subordinada aos interesses dos países centrais; (2) os atuais baixos níveis de risco-Brasil seriam oriundos somente de uma conjuntura internacional excepcionalmente favorável ao país; (3) o risco-Brasil é influenciado mais pelos fluxos de capitais internacionais do que pelos fundamentos econômicos internos.

Nessa perspectiva, descrita no capítulo 1, o trabalho se desenvolve em outros seis capítulos. No segundo faz-se um breve contraponto entre as visões monetarista e keynesiana sobre a questão da atividade especulativa, mostrando que esta pode estar no cerne das crises financeiras contemporâneas.

No terceiro capítulo, elaborou-se uma resenha histórica das crises monetárias e financeiras, contempladas em três etapas: A primeira (1960/1980) caracterizou-se pela existência de sistemas monetários nacionais fechados concomitantemente com uma restrita internacionalização financeira. A segunda (1980/1985) é marcada pela abertura e desregulamentação dos mercados financeiros, e o surgimento do processo de securitização da dívida e das finanças diretas. Na última etapa (1985/1995), a abertura dos mercados financeiros domésticos é ampliada pela incorporação dos países em desenvolvimento nesse movimento.

Quanto aos modelos de crises monetárias, mostrou-se que a literatura internacional as classifica em duas categorias: os de primeira-geração e os de segunda-geração. Os primeiros são decorrentes de uma tendência à monetização de déficits fiscais combinada com firme propósito de manter o câmbio fixo, o que inevitavelmente conduziria a economia para um ataque especulativo fulminante. Os modelos de segunda-geração surgiram como explicações mais condizentes com as crises monetárias ocorridas especialmente na Europa, entre 1992 e 1993. Não obstante o fato de estes últimos levarem em conta a expectativa como elemento explicativo, ambos foram criticados por não levarem em conta os movimentos especulativos dos mercados financeiros.

Em seguida, foram discutidos os principais modelos explicativos das crises que prevaleceram durante a década de 90: Dooley (1997) faz uma tentativa de contornar o modelo de primeira-geração, o qual não teria levado em conta as entradas de capitais anteriores às crises que resultaram no ataque especulativo. Calvo e Mendonza (1997) introduziram o “comportamento de manada” dos agentes econômicos. Krugman (1998) proclama que as crises asiáticas não se tratavam da “tentação” macroeconômica contemplada no modelo de segunda geração, mas sim de um problema de *moral hazard* (risco moral), no qual as instituições financeiras tiveram um papel fundamental. Sobre

a crise asiática, Radalet e Sachs (1998) enfatizam os significativos fluxos financeiros para a região e o pânico infundado dos credores que interromperam a renovação automática das dívidas de curto prazo.

Mostrou-se que os modelos de Krugman (1998) e Radalet e Sachs (1998) constituíram um avanço em relação aos demais modelos de crise financeira por apresentarem uma perspectiva minskyana. O primeiro por levar em conta o preço dos ativos financeiros como parte importante do corpo teórico do modelo. O segundo, por deslocar o foco no fundamento do déficit público para a questão da fragilidade financeira externa.

No final é mencionado que esses modelos serviram de base para a reforma financeira internacional, mas que esta esteve circunscrita apenas dentro de mecanismos de mercado, constituindo-se em “blindagens institucionais”, com o intuito de reduzir os riscos dos países emergentes para continuar mantendo o clima de ampla liberalização financeira.

No capítulo quarto analisa-se a diferenciação da inserção externa da Ásia e da América Latina e Caribe. No que tange à inserção financeira, abordou-se o tema para o período entre 1994 e 2006, reconhecendo-se, entretanto, que a diferença entre ambos os continentes teria começado antes, em meados da década de 80, período em que o Japão e os Estados Unidos influenciaram de formas distintas as dinâmicas dessas economias regionais. No caso do Japão, a partir dessa data, o deslocamento de parte das indústrias para a Ásia, decorrente do acordo de Plaza (1985), provocou um duplo movimento: a região transformou-se em exportadora de produtos manufaturados de pequeno valor agregado para os países industrializados; e tornou-se plataforma de exportação de produtos elaborados e de bens de capital japoneses, o que desencadeou um processo norteador de um comércio intra-regional muito dinâmico. Quanto ao papel exercido pelos Estados Unidos, em vez de se deslocarem para a América Latina, as suas indústrias preferencialmente alocaram-se no continente asiático, o que impediu a complementaridade com as economias desenvolvidas, a exemplo da Ásia. Essas diferenças nas dinâmicas das economias regionais dos dois continentes não impediram que ambas recebessem preferencialmente investimentos diretos. Entretanto, enquanto o continente asiático destacou-se por uma

inserção com maior aporte de investimentos diretos, o continente latino-americano destacou-se mais pelas entradas de Investimento de Carteira.

No que se refere à inserção comercial, igualmente se coloca um quadro comparativo entre a América Latina e Caribe e a Ásia, com o propósito de se averiguar a diferenciação dos padrões comerciais apresentados por ambos. Toma-se como base o modelo primário-exportador, que prevaleceu até a crise de 29, caracterizado como aquele em que os países em desenvolvimento exportavam produtos primários e importavam manufaturados.

Prebisch (1964) chama a atenção da insuficiência dinâmica desse modelo, em razão da deterioração dos termos de troca. Observa-se, especialmente para o caso latino-americano, que a mudança para o modelo de substituição de importações não alterou substancialmente essa realidade, visto que a diversificação da estrutura produtiva voltada para a produção de manufaturados ficou restrita ao mercado interno. Comparando-se os padrões comerciais de ambos os continentes, verifica-se que a pauta de exportações da Ásia já era predominantemente constituída de produtos manufaturados no início da década de 80 (1980/1983), enquanto que, na América Latina, isso somente ocorreu no final do século passado e início do atual século (1999/2003). Adicionalmente, constatou-se que, no primeiro caso, a maioria dos países se enquadra nesse contexto, enquanto que, na América Latina, somente poucos países de fato são predominantemente exportadores de manufaturados, razão pela qual a inserção comercial, a exemplo da inserção financeira, foi mais dinâmica na Ásia do que no continente latino-americano.

No quinto capítulo, mostra-se como o endividamento externo brasileiro conduziu o país para o processo de securitização, que envolveu a transformação da dívida antiga por emissões de títulos da dívida externa, cujas cotações passaram a ser utilizados para a construção de um índice que visa servir de base para a medição do risco-Brasil. Tomando-se como base a relação dívida externa/exportações, verifica-se que, no governo de Juscelino até Médici, essa relação que teria ficado em torno de 2,0, tende, a partir do governo Geisel, a elevar-se continuamente até ultrapassar a barreira de 4,0, em meados da década seguinte. Esse movimento inicia-se com o II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), em 1974, proveniente da estratégia de crescimento com endividamento. A partir de 1979, com o advento do choque

de juros internacional, a dívida passa a crescer de forma endógena, contribuindo definitivamente para o endividamento excessivo do país.

Em 1983, inicia-se a fase da renegociação da dívida em bases convencionais, destacando-se que o FMI impôs um ajustamento da economia como condição de candidatar-se ao reescalonamento do principal e do recebimento de dinheiro novo para financiar parte dos pagamentos dos juros.

Após o fracasso do Plano Baker (1985), finalmente no Plano Brady (1989) reconhece-se que a carga do pagamento da dívida dos países devedores era por demais excessiva. Esse plano tinha como princípio básico o decréscimo do passivo externo dos devedores através da diminuição dos juros ou da redução do principal. No Brasil, a renegociação com base nesses princípios ocorreu somente em 1992, quando foi estabelecida a conversão da dívida antiga (dívida velha) em títulos (dívida nova), caracterizando-se um processo de securitização. Os novos títulos criados a partir dessa negociação é que servirão para a medição do índice que mede o risco-Brasil, e a série começa de fato somente no início de 1994.

No sexto capítulo, analisa-se a relação entre a inserção externa brasileira e o comportamento do risco-Brasil, procurando-se estabelecer um paralelo entre ambos. Quanto ao primeiro aspecto, faz-se uma rápida digressão teórica na literatura internacional a cerca das vantagens e desvantagens tanto da liberalização comercial quanto da liberalização financeira, onde se coloca que a política cambial e o controle de fluxos de capitais constituem-se em instrumentos que permitem amenizar os seus aspectos negativos. Por conseguinte, assume-se que elas devam fazer parte integrante da estratégia macroeconômica. No que tange à política de abertura comercial, constata-se que ela ocorreu de forma decisiva em 1990, tanto pelas barreiras alfandegárias quanto pelas não-alfandegárias. A partir de 1994, agrega-se a essa política a valorização cambial, que passa a ser recorrentemente acionada na crença de que, sob os auspícios do Consenso de Washington, o país se tornaria mais competitivo no comércio exterior. Verificou-se que a participação do Brasil nas exportações mundiais praticamente não se alterou após a liberalização comercial. No segundo caso, a partir de 2000, constatou-se um significativo aumento dos produtos primários na pauta de

exportações do país, corroborando a hipótese de que a inserção externa do Brasil deu-se de forma subordinada aos interesses dos países industrializados.

No que se refere à liberalização financeira, mostrou-se que ela igualmente se aprofundou no início da década de 90. Nos primeiros três anos do Plano Real, constatam-se o significativo ingresso de Investimento em Carteira, superando-se amplamente as demais modalidades de investimentos. Isso fez parte da estratégia equivocada do plano de estabilização que consistia em induzir a elevação das reservas internacionais como forma de estabelecer uma âncora cambial, ainda que decorrente de ingresso de capitais especulativos. De 1997 até o final da década, os Investimentos em Carteira e outros investimentos tiveram seus fluxos reduzidos drasticamente devido às crises internacionais e à mudança do regime cambial brasileiro. Neste mesmo período, os investimentos diretos tornaram-se a principal fonte de financiamento, demonstrando a sua natureza menos volátil. No início do século XXI até 2004, os investimentos diretos apresentaram queda em seus volumes, acompanhando o descenso do movimento mundial. No biênio 2001/2003, não obstante as trajetórias de queda da taxa de juros básicas americana verificaram-se significativas saídas de capitais no período, especialmente de investimentos em carteira, devido aos eventos adversos, a exemplo do ataque terrorista em 2001. A conjugação de queda dos investimentos diretos e fortes saídas de capitais oriundas das demais modalidades de investimentos obrigou o país a recorrer aos empréstimos de regularização nesse período. A precarização do financiamento do balanço de pagamentos proporcionado pela liberalização financeira constitui outra evidência da hipótese da inserção externa subordinada.

Quanto ao comportamento do risco-Brasil em relação ao risco - América Latina, observa-se que ambos estão intimamente interligados, a exemplo do que foi visto no quarto capítulo, quando se examinou o risco - América Latina em relação ao risco-Global (países emergentes). Houve dois momentos em que os dois índices apresentaram significativas elevações. O primeiro ocorreu com o advento da crise russa (1998), e o segundo com o atentado terrorista e os escândalos da Enron (2001/2002). A partir de 2003, ambos os índices apresentaram uma permanente trajetória de declínio, de forma emparelhada; todos esses movimentos seguiram a tendência mundial

(índice referente ao risco-Global). Em seguida, chama-se a atenção para o fato de que a conjuntura internacional tenha se tornado crescentemente favorável, a partir de 2000, ao conjunto dos países em desenvolvimento. Adicionalmente, comenta-se que a partir de 2003, essa conjuntura afeta particularmente os países latino-americanos, na medida em que a região começa a apresentar superávit em transações correntes, exatamente quando a região experimenta um movimento de forte queda nos índices que medem o risco-país. Esse fato favorece a segunda hipótese de que os baixos patamares de risco-país apresentados atualmente pelo Brasil simplesmente refletem uma conjuntura internacional excepcionalmente favorável.

No capítulo sétimo a terceira hipótese é testada empiricamente. A partir de prévia discussão de dois modelos econométricos utilizados por Garcia e Rigobon (2004) e Viera e Holland (2003), aplicou-se um modelo VAR para dois períodos, 1995/1998 e 1999/2006, em razão da quebra estrutural da alteração do regime cambial no início de 1999. Tendo em vista os critérios de rentabilidade requeridos pelo capital internacional e os fluxos de capitais, foram as seguintes variáveis escolhidas para o modelo do período 1995/1998: *Emerging Market Bonds* Índice (EMBIG), taxa de juros Selic (SELIC), títulos *Treasury Bonds* (TBOND), taxa de inflação (IPCA) e Investimentos em Carteira Estrangeira (CE). No segundo período 1999/2006: *Emerging Market Bonds* Índice (EMBIG), taxa de juros Selic (SELIC), títulos *Treasury Bonds* (TBOND), taxa Swap (SWAP), taxa de inflação (IPCA) e Investimentos em Carteira Estrangeira em Renda Fixa (CERF).

De acordo com a metodologia Enders (1995), em que as variáveis devem ser alocadas da esquerda para a direita, na direção das mais exógenas para as mais endógenas, a ordenação das variáveis do modelo VAR para os períodos 1995/1998 e 1999/2006 foram respectivamente as seguintes:

(1) CE → IPCA → SELIC ↔ EMBIG → TBOND;

(2) CERF → SELIC → TBOND → IPCA → SWAP → EMBIG

Para ambos os casos, já é possível verificar as duas hipóteses: a de que os fluxos de capitais afetam o risco-Brasil, tomando-se como *proxy* os

Investimentos em Carteira Estrangeira (CE) e Investimentos em Carteira Estrangeira em Renda Fixa (CERF); e a de que a ordem seqüencial para ambos os casos passa pelos fluxos de capitais em investimento estrangeiro, taxa de juros e risco-Brasil. Duas observações foram feitas a respeito dessas ordens seqüenciais. O período 1995/1998 acusou a bi-causalidade entre taxa de juros e risco-Brasil, o que é teoricamente plausível. Conforme alegado, o governo pode ser induzido a incrementar a taxa de juros em face do aumento do risco-Brasil, e, por meio de arbitragem, os juros igualmente podem conduzir os investidores à sua elevação. No segundo período, ocorreu o inverso, ou seja, nenhuma causalidade foi apresentada entre as duas variáveis, o que também é factível de acontecer. No caso, a razão alegada foi a de que, a partir de 2003, houve um descolamento entre a taxa de juros Selic e o risco-Brasil, por conta de uma política monetária rigidamente voltada para as metas de inflação. O importante é que, em termos de dinâmica das variáveis adotadas no modelo, a ordem seqüencial de impactos para ambos os períodos foram dos fluxos de capitais para a taxa de juros e para o risco-Brasil, de acordo com as duas hipóteses assumidas.

Os resultados da análise da decomposição de variância para os dois períodos em termos das variáveis *proxy* dos fluxos de capitais (CE e CERF) foram de que ambas são explicadas em grande parte por elas mesmas, e as demais variáveis possuem pouco poder de explicação, o que as torna bastante exógenas. Desse modo, corrobora-se a tese de que fluxos financeiros funcionam como canais de transmissão que acabam impactando os indicadores do índice de risco-país, dentro do contexto da globalização. Em relação à análise do risco-Brasil, no primeiro período (1995/1998), as variáveis taxa de inflação (IPCA), TAXA Selic (SELIC) e os Investimentos em Carteira Estrangeira (CE) responderam por uma parte significativa de sua explicação. No segundo período (1999/2006), as variáveis títulos *Treasury Bonds* (TBOND), taxa Swap (SWAP), Investimentos em Carteira de Estrangeira em Renda Fixa (CERF) também contribuíram para uma parte significativa de sua explicação. Por último, conclui-se que os fluxos de capitais, por intermédio dos investimentos em carteira (CE e CERF), acabam impactando a taxa de juros, que, por sua vez, rebate sobre o risco-Brasil, corroborando-se a hipótese de trabalho.

No capítulo 8, após breve digressão sobre o recente debate na literatura brasileira a respeito da determinação do risco-Brasil, entre os adeptos do modelo da sustentabilidade fiscal e seus adversários, faz-se um paralelo entre os resultados econométricos para os períodos 1995/1998 e 1999/2006 com a questão da causalidade entre taxa de juros e risco-Brasil. Para o primeiro período, o teste de Granger acusou uma bicausalidade entre ambas as variáveis, e, para o segundo, nenhuma relação de causalidade, indicando um descasamento entre a taxa Selic e o risco-Brasil no período. Esse resultado sugere que os indicadores de risco-Brasil são determinados pelos mesmos fatores que condicionam os fluxos financeiros internacionais.

Os dois modelos econométricos aplicados aos dois períodos de análise apóiam essa hipótese. As variáveis se comportaram de tal forma que o movimento seqüencial é condizente com a lógica de que os fluxos de capitais financeiros voláteis tendem a afetar primeiro a taxa de juros que, direta ou indiretamente, acabam impactando o risco-Brasil. Portanto, os resultados empíricos favorecem a hipótese de que o incremento da taxa de juros é que conduz a elevação do risco-Brasil, e não ao contrário.

A ótica da solvabilidade externa deixa de considerar, em sua análise, que o comportamento do risco-Brasil é endógeno, uma vez que sua causalidade é determinada externamente, conforme evidenciado na análise econométrica. Por conseguinte, não se afirma que, para enquadramento do risco-Brasil, não basta somente fazer um ajuste macroeconômico através da redução da taxa de juros, sendo fundamental para isso medidas mais profundas que envolvam a promoção de uma inserção externa mais autônoma, de modo a evitar a dependência dos capitais voláteis.

Acrescenta-se que o descolamento entre aquelas duas variáveis favorece uma política de redução da taxa básica de juros do país, principalmente porque houve uma razoável redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira e da fragilidade financeira externa.

As principais conclusões do estudo recomendam a redução da taxa de juros por dois motivos: inibir a entrada de investimento de capitais voláteis, uma vez que eles têm servido de canais de transmissão que afetam os indicadores do risco-Brasil, além de aumentar a fragilidade financeira externa; e estimular

investimentos produtivos, nacionais e estrangeiros, ambos os quais contribuiriam para manter o risco-Brasil em baixos patamares.

Na ausência de uma ampla reforma na arquitetura do sistema financeiro internacional, torna-se fundamental promover uma inserção externa mais autônoma e menos vulnerável a choques externos. Para isso é necessário: 1) promover uma mudança no padrão comercial, não só por meio da política cambial, mas também de uma política industrial bem planejada; 2) praticar uma política monetária mais favorável ao crescimento econômico, que seja capaz de contribuir tanto para inibir a entrada de capitais especulativos quanto para a ampliação dos saldos comerciais; e 3) Estabelecer controles diretos seletivos dos movimentos de capitais.

Assim, esse estudo apóia as recomendações em prol da substituição do modelo vigente, como parte de um projeto de nação mais compatível com o desenvolvimento econômico sustentado.

REFERÊNCIAS

ANDIMA. **Dívida externa & plano Brady**: relatório econômico. Rio de Janeiro, 1995. 54 p.

ANDIMA. **Brasil para investidores estrangeiros**: relatório econômico. Rio de Janeiro, 1997. 144 p.

BAER, M. **O rumo perdido**: a crise fiscal e financeira do estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993. 213 p.

BAER, M.; CINTRA, M.A.M.; STRACHMAN, E.; TOLEDO, J.N.R. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 4, p. 79-126, jun. 1995.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. **Relatório anual**. Brasília, 2000.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. **Relatório anual**. Brasília, 2005.

BANCO MUNDIAL. **Globalização**: crescimento e pobreza. São Paulo: Futura, 2002. 212 p.

BATISTA JÚNIOR, P.N. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 10, n. 28, p. 129-197, 1996.

BATISTA JÚNIOR, P.N. **Da crise internacional à moratória brasileira**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988. 314 p.

BATISTA JÚNIOR, P.N. **O Brasil e a economia internacional**: recuperação e defesa da autonomia nacional. Rio de Janeiro: Campus, 2005. 154 p.

BELLUZZO, L.G. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 4, p. 11-20, jun. 1995.

BELLUZZO, L.G. Um novo Bretton Woods? **Folha de São Paulo**, São Paulo, 30 jul. 2006.

BIAGE, M.; CORRÊA, V.P. Abertura financeira e volatilidade da conta financeira do balanço de pagamentos: a vulnerabilidade. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, 2007.

BRAGA, J.C.S.; CINTRA, M.A. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FLORI, J.L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 253-307.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Estratégia de financiamento externo do governo federal para o biênio 2006-2007**. 2 p. Disponível em: <www.stn.fazenda.gov.br>. Acesso em: ago. 2005.

BRESSER-PEREIRA, L.C. **Desenvolvimento e crise no Brasil**: história, economia e política de Getúlio Vargas a Lula. São Paulo: Editora 34, 2003. 454 p.

BRESSER-PEREIRA, L.C.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, vl. 22, n. 3(87), Editora 34. p. 146-180, 2002.

BRUNHOFF, S. A instabilidade monetária internacional. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005.

CALVO, G.A.; MENDOZA, E.G. **Rational herding behavior and the globalization of securities markets**. Institute of Empirical Macroeconomics, Federal Bank of Minneapolis, 1997. 30 p. (Discussion Paper, 120).

CÂMARA, M.; SALAMA, P. A inserção diferenciada com efeitos paradoxais dos países em desenvolvimento na mundialização financeira. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005. p. 199-221.

CANUTO, O. Risco-país: Risco, ajuste de portfólio? **Conjuntura Econômica**, p. 26-27, jul. 2002.

CARDOSO, E. **Fábulas econômicas**. São Paulo: ABDR, 2006. 306 p.

CARNEIRO, D.D. Crise e esperança: 1974-1980. In: ABREU, M.P. (Org.). **A ordem do progresso**. Rio de Janeiro: Campus, 1990. p. 295-346.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Unesp, 2002. 423 p.

CARNEIRO, D.D.; MODIANO, E. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. In: ABREU, M.P. (Org.). **A ordem do progresso**. Rio de Janeiro: Campus, 1990. p. 323-386.

CASTRO, L.B. Esperança, frustração e aprendizado: a história da Nova República. In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (Orgs.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005. p. 117-138.

CASTRO, A.B.; SOUZA, F.E.P. **A economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985. 217 p.

CERQUEIRA, C.A. **Dívida externa brasileira**. Brasília: Banco Central do Brasil, 1997. 294 p.

CHANG, R.; VELASCO, A. **The Asian liquidity crisis**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1998. 59 p. (Working Paper, 6.796).

CHESNAIS, F. **A mundialização financeira**. São Paulo: Xamã, 1998a. 335 p.

CHESNAIS, F. Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A mundialização financeira**. São Paulo: Xamã, 1998b. p. 249-293.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005. p. 35-84.

CORRÊA, V.P. **A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo**. 1995. 261 p. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade de Campinas, Campinas, SP.

CORRÊA, V.P. Risco país, fluxos de capitais e determinação da taxa de juros no Brasil: uma análise de impactos por meio da metodologia VEC. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, 2007.

COUTINHO, L.G.; BELLUZZO, L.G.M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 7, p. 129-154, 1996.

CUNHA, A.M.; PRATES, D.M. Instabilidades e crises: os avanços teóricos e as limitações políticas para o desenvolvimento dos países periféricos. In: FERRAZ, J.C.; CROCCO, M.; ELIAS, L.A. (Orgs.). **Liberalização econômica e desenvolvimento**. São Paulo: Futura, 2003. p. 203-233.

D'ALMEIDA, A.R. **O plano real e a armadilha macroeconômica**. 1999. 151 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG.

D'ALMEIDA, A.R. Risco-Brasil: do real à maxidesvalorização. **Vertentes**, São João del Rei, n. 18, p. 106-119, 2001.

DOOLEY, M. **A model of crisis in emerging markets**. Washington: National Bureau of Economic Research, 1997. 32 p. (NBER Working Paper, 6.300).

DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. O neoliberalismo sob a hegemonia norte-americana. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005. p. 85-108.

EICHENGREEN, B. História e reforma do sistema monetário internacional. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 4, p. 53-78, 1995.

ENDERS, W. **Applied econometric time series**. New York: John Wiley, 1995. 433 p.

FARNATTI, R. O papel dos fundos de pensão. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A mundialização financeira**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 141-181.

FEDERAL RESERVE OF THE UNITED STATES – FRUS. **Flow of funds accounts of the United States**. 116 p. Disponível em: <www.federalreserve.org>. Acesso em: 2004.

FLOOD, R.P.; MARION, N.P. **Perspective on the recent currency crisis literature**. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1998. 51 p. (Working Paper, 130).

FREITAS, M.C.P.; PRATES, D.M. Sistema financeiro e desenvolvimento: as restrições das novas regras do Comitê da Basileia sobre os países periféricos. In: FERRAZ, J.C.; CROCCO, M.; ELIAS, L.A. (Orgs.). **Liberalização econômica e desenvolvimento**. São Paulo: Futura, 2003. p. 234-261.

FRITSCH, W.; FRANCO, G.H.B. **Política industrial, de competição e de investimentos estrangeiros**: análise e experiência recente e proposta de reforma. Rio de Janeiro: Centro de Estudo de Comércio Exterior, 1991. 25 p.

FURTADO, C. **Formação econômica do Brasil**. 22.ed. Rio de Janeiro: Nacional, 1987. 348 p.

GARCIA, M.; RIGOBON, R. **A risk management approach to emerging market's sovereign debit sustainability with an application to Brazilian data**. 2004. 26 p. (Texto para discussão, 484).

GONÇALVES, R. **Economia política internacional**: fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2005. 317 p.

GRANGER, C.W. Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. **Econometrica**, v. 37, p. 424-438, 1969.

GREENE, J.; ISARD, P. **Currency convertibility and the transformation of centrally planned economies**. Washington, D.C.: IMF, 1991. 22 p. (Occasional Paper, 81).

GUJARATI, D.N. **Econometria básica**. São Paulo: Makron Books, 2000. 846 p.

HERMANN, J. Reformas, endividamento externo e o “milagre” econômico. In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (Orgs.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005. p. 69-92.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Global financial stability report**. Washington, D.C., Sep. 2004. 229 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **World economic outlook database**. Washington, D.C., Apr. 2006.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **World economic outlook**. Washington, D.C., May 1999.

JASPERSEN, F. **Pathways to growth**: comparing East Asia and Latin America. Washington, D.C.: John Hopkins University Press, 1997.

JUDGE, G.G. et al. **Introduction to the theory and practice of econometrics**. New York: John Wiley, 1998. 1024 p.

KALDOR, A. Speculation and economic stability. **The Review of Economic Studies**, v. 7, p. 1-24, 1939.

KEYNES, J.M. **Teoria geral do emprego, juros e do dinheiro**. São Paulo: Abril Cultural, 1983. 333 p. (Coleção Os Economistas).

KINDLEBERGER, C. **Manias, panics and crashes**: a history of financial crises. 3.ed. London: Macmillan, 1996. 263 p.

KRUGMAN, P. A model of balance-of-payments crises. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 11, n. 3, p. 311-325, Aug. 1979.

KRUGMAN, P. **What happened to Asia?** Cambridge: Massachusetts Institute of Technology, 1998. 11 p.

KUCZYNSKY, P.P. Montando o palco. In: KUCZYNSKY, P.P.; WILLIAMSON, J. (Orgs.). **Depois do Consenso de Washington**. São Paulo: Saraiva, 2004.

KUME, H. **A política de importação no Plano Real e a estrutura de proteção efetiva**. Rio de Janeiro: IPEA, 1996. 18 p. (Texto para discussão, 423).

LAGO, L.A.C. A retomada do crescimento e as distorções do “milagre”: 1967-1973. In: ABREU, M.P. (Org.). **A ordem do progresso**. Rio de Janeiro: Campus, 1990. p. 233-294.

LOPES, F.C. **A proposta Bresser-Pereira para o futuro da política econômica**. São Paulo: Macrométrica, 2002. 16 p.

MANTEGA, G. O BNDES e o ciclo de desenvolvimento. In: VELLOSO, J.P.R. (Org.). **Fórum nacional: o desafio da China e da Índia e a resposta do Brasil**. Rio de Janeiro: José Olympio, 2005. p. 185-193.

MATHIESON, D.; ROJAS-SUÁREZ, L. **Liberalization of the capital account: experiences and issues**. Washington, D.C.: IMF, 1993. 35 p. (Occasional Paper, 103).

MEDEIROS, C.A. Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina. In: TAVARES, M.C.; FIORE, J.L. (Orgs.). **Poder e dinheiro**. Petrópolis: Vozes, 1997. p. 279-334.

MEDEIROS, C.; SERRANO, F. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: FIORE, J.L. (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 1999. p. 119-151.

MEDEIROS, C.; SERRANO, F. Inserção externa, exportações e crescimento do Brasil. In: FERRAZ, J.C.; CROCCO, M.; ELIAS, L.A. (Orgs.). **Liberalização econômica e desenvolvimento**. São Paulo: Futura, 2003. p. 324-349.

MINSKY, H.P. **Stabilizing an unstable**. New Haven: Yale University Press, 1986. 253 p.

MODIGLIANI, F. **Aventuras de um economista**. São Paulo: Fundamento, 2004. 301 p.

MOFFITT, M. **O dinheiro do mundo**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984. 279 p.

MORGAN, J.P. **Introduction to the J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI)**. New York, 1995. 6 p.

MORGAN, J.P. **Introduction to the J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI)**. New York, 2004. 20 p.

MORGAN, J.P. **Séries históricas do Emerging Market Bonds Index Global (EMBIG)**. Disponível em: <www.jpmmorgan.com>. Acesso em: 2006.

OBSTFELD, M. **The logic of currency crises**. Washington, D.C., 1994. 54 p. (Working Paper, 4.640).

OLIVEIRA, F.A. **A reforma tributária de 1966 e a acumulação de capital no Brasil**. Belo Horizonte: Oficina de Livros, 1991. 191 p.

PADOAN, P.C. **The political economy of international financial instability**. London, 1986. 251 p.

PASTORE, A.C. **The Bresser-Nakano economic policy**. São Paulo: AC Pastore and Associados, 2002. 20 p.

PASTORE, A.C.; PINOTTI, M.C. A política econômica, vulnerabilidade externa e crescimento. In: FÓRUM Nacional. **O Brasil e o mundo no limiar do novo século**. São Paulo, 1998. p. 81-100.

PASTORE, A.C.; PINOTTI, M.C. As condições macroeconômicas: política fiscal e balanço de pagamentos. In: VELLOSO, J.P.R. (Org.). **Fórum nacional: o desafio da China e da Índia e a resposta do Brasil**. Rio de Janeiro: José Olympio, 2005. p. 113-133.

PLIHON, D. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A mundialização financeira**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 97-139.

PLIHON, D. As grandes empresas fragilizadas pela finança. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005. p. 133-151.

PREBISCH, R. **Dinâmica do desenvolvimento latino-americano**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1964. 206 p.

RADALET, S.; SACHS, J. **The onset of the East Asian financial crisis**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1998. 55 p. (Working Paper, 6.680).

REIS VELLOSO, J.P. **A dívida externa tem solução?** Rio de Janeiro: Campus, 1990. 78 p.

SACHS, J.D.; LARRAIN, F. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1995. 905 p.

SEDDIGUI, H.R.; LAWLER, K.A.; KATOS, A.V. **Econometrics: a practical approach**. New York: Routledge, 2000. 396 p.

SERFATI, C. O papel ativo dos grandes grupos predominantemente industriais na financeirização da economia. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A mundialização financeira**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 141-181.

SERRANO, F. Relações de poder e a política macroeconômica americana: de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. In: FIORI, J.L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 179-222.

SIMONSEN, M.H.; CYSNE, R.P. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: Livro Técnico, 1989. 553 p.

SISCÚ, J. Rumos da liberalização brasileira. **Revista de Economia Política**, v. 26, n. 3, p. 364-380, 2006.

TAVARES, M.C. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1982. 263 p.

TAVARES, M.C.; MELIN, L.E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, M.C.; FIORE, J.L. (Orgs.). **Poder e dinheiro**. Petrópolis: Vozes, 1997. p. 55-86.

TOLEDO, J.E. Risco-Brasil: o efeito-Lula e os efeitos-Banco Central. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3, p. 138-145, 2002.

TRIFFIN, R. A evolução do sistema monetário internacional: reavaliação histórica e perspectivas futuras. In: SAVASINI, J.A. (Org.). **Economia internacional**. São Paulo: Saraiva, 1979. p. 53-75.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD. **Trade and development report**. Geneva, 2001.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD. **World investment report**. Geneva, 2003.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD. **Trade and development report**. Geneva, 2005.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD. **World economic outlook database**. Geneva, 2006.

UNITED STATES DEPARTMENT OF COMMERCE – USDC. **Bureau of Economic Analysis (BEA)**. Disponível em: <www.bea.gov>. Acesso em: 2006.

VIEIRA, F.; HOLAND, M. Country risk endogeneity, capital flows and capital controls in Brazil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 1, p. 12-38, 2003.

VILLELA, A. Dos “anos dourados” de JK à crise não resolvida. In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (Orgs.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005. p. 45-68.

WORLD TRADE ORGANIZATION – WTO. **International trade statistics**. Geneva, 2005.