



TCC/UNICAMP  
M791m  
IE

**PAULA DIAS MORAES**

**CEDOC - IE - UNICAMP**

**A MUDANÇA NO CARÁTER DA VULNERABILIDADE EXTERNA  
BRASILEIRA NO CICLO DE LIQUIDEZ RECENTE (2003-2008): UM  
ESTUDO COMPARATIVO ENTRE OS PRINCIPAIS PAÍSES  
EMERGENTES**

**Orientador: Prof. Dr. André Martins Blancarelli**

*Blancarelli, André Martins*

**CEDOC - IE - UNICAMP**

**Instituto de Economia – Unicamp**



**UNICAMP**

**Campinas, 2009**

TCC/UNICAMP  
M791m  
1290004378/IE

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>4</b>
<b>CAPÍTULO 1 - O debate em torno da questão da vulnerabilidade externa.</b>	<b>5</b>
Introdução	5
1.1 Os ciclos de liquidez e a vulnerabilidade externa	6
1.2 O Brasil e o ciclo de liquidez recente: condicionantes internos	9
1.2.1 Gestão macroeconômica (política cambial, monetária e fiscal)	10
1.2.2 Grau de abertura financeira	11
1.2.3 Estrutura do mercado financeiro doméstico	12
1.3 A questão da superação da vulnerabilidade externa	13
1.4 Conclusões	18
<b>CAPÍTULO 2 - Brasil: fluxos de capital internacional e seus impactos nos indicadores de vulnerabilidade</b>	<b>20</b>
Introdução	20
2.1 Os Indicadores de Vulnerabilidade Externa	20
2.1.1 Os indicadores de solvência	20
2.1.2 Os indicadores de liquidez	23
2.2 Os Fluxos de Capital e a Conta Financeira	27
2.2.1 Investimento estrangeiro direto	32
2.2.2 Investimento estrangeiro em carteira	33
2.2.3 Outros investimentos estrangeiros	36
2.3 Conclusões	37
<b>CAPÍTULO 3 - Vulnerabilidade externa: estudo comparativo entre os países emergentes selecionados</b>	<b>40</b>
Introdução	40
3.1 Vulnerabilidade externa de longo-prazo: análise comparativa	41

dos indicadores de solvência	
3.1.1 Notas metodológicas	41
3.1.2 Os indicadores de solvência	42
3.2 Vulnerabilidade externa de curto-prazo: análise comparativa dos indicadores de liquidez	47
3.2.1 Notas metodológicas	47
3.2.2 Os indicadores de liquidez	48
3.3 Conclusões	52
<b>CONCLUSÕES</b>	<b>54</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>58</b>

## INTRODUÇÃO

A questão da vulnerabilidade externa esteve sempre presente nas diferentes etapas do processo de desenvolvimento econômico brasileiro. A partir de 1990, a consolidação da globalização incorpora questões importantes a esse debate, principalmente quando observadas as nuances entre seus ciclos de liquidez. O objetivo desse trabalho é contribuir para diferenciar a questão de medida quantitativa e qualitativa da vulnerabilidade externa nos dois últimos ciclos (1990-2002 e 2003-2008), buscando comprovar que as medidas de vulnerabilidade utilizadas no primeiro ciclo não se aplicam ao segundo. Além disso, utilizando-se os indicadores mais adequados para o segundo ciclo, será feito um esforço no sentido de classificar o país em relação a países em situação econômica semelhante. O que se pretende é saber se as mudanças ocorridas no Brasil são um fato isolado ou se há realmente uma tendência entre os países emergentes no que se refere à mudança no caráter da suscetibilidade a choques externos. Mais do que isto, o objetivo também é saber se a situação que temos em nosso país é melhor ou pior do que a encontrada em outros países. Ao acrescentar a dimensão comparativa, espera-se avançar na caracterização da mudança no caráter da vulnerabilidade externa.

Para tanto, o trabalho está dividido em três capítulos. O primeiro trata da discussão teórica em torno da vulnerabilidade externa e da caracterização dos dois ciclos de liquidez ocorridos a partir de 1990. No segundo é feita uma análise dos fluxos de capital para o Brasil, principalmente a partir de 2003, e dos indicadores tanto tradicionais quanto mais amplos de vulnerabilidade. O terceiro capítulo terá enfoque comparativo, nele é feita a comparação dos indicadores brasileiros com o de outros países emergentes selecionados. O intuito é mostrar que o Brasil, em alguns aspectos, está sim em um caminho melhor do que a média dos demais emergentes, mas que o fim da vulnerabilidade externa não é algo tão iminente como alguns defendem.

## **CAPÍTULO 1**

### **O debate em torno da questão da vulnerabilidade externa**

#### **Introdução**

Em um período histórico em que uma das principais características é a elevada volatilidade dos fluxos internacionais de capitais, a vulnerabilidade externa é vista como a capacidade que um país tem de resistir a fatores desestabilizadores ou a choques externos, sendo tão maior quanto menores forem as opções de política e quanto maiores forem os custos do processo de ajuste. Nesse contexto, pode-se dizer que há vulnerabilidade unilateral por parte da maioria dos países, ou seja, a maioria das economias do mundo, principalmente as dos países emergentes, é fortemente influenciada por mudanças no contexto internacional, enquanto as mudanças domésticas em nada (ou em quase nada) afetam o sistema econômico mundial. Porque a volatilidade dos fluxos econômicos internacionais manifesta-se para as economias nacionais com mudanças abruptas na "quantidade" e no "preço" do capital externo e das mercadorias, a vulnerabilidade externa envolve uma resistência (ou não) aos seus efeitos negativos, sendo essa resistência maior ou menor, dependendo, em grande parte, de como as políticas macroeconômicas tradicionais (políticas monetária, cambial e fiscal) são utilizadas. (GONÇALVES, 1998)

A discussão sobre a vulnerabilidade externa está então intimamente ligada às mudanças ocorridas nos ciclos de liquidez iniciados com a consolidação do processo de globalização, principalmente no que se refere às mudanças ocorridas nas condições externas e nas políticas adotadas para lidar com ela.

Este capítulo traz uma revisão bibliográfica das questões que cercam a discussão da vulnerabilidade para que, nos capítulos posteriores, possa-se fazer a análise quantitativa que se pretende, a qual ficará mais clara ao longo do texto. Dessa maneira, o capítulo é dividido em três pontos principais. O primeiro descreve a relação entre os ciclos de liquidez e a vulnerabilidade externa, sendo mais abrangente na caracterização dos referidos períodos. O segundo ponto tem como o foco a relação do Brasil com o ciclo de liquidez recente, indicando como os mecanismos de gestão macroeconômica, a abertura financeira e a estrutura do mercado financeiro interagem

com as mudanças no cenário externo. O terceiro envolve o debate teórico em torno da superação ou não da vulnerabilidade externa, inclusive no que se refere aos indicadores mais adequados. Por último, seguem as conclusões.

### **1.1 Os ciclos de liquidez e a vulnerabilidade externa**

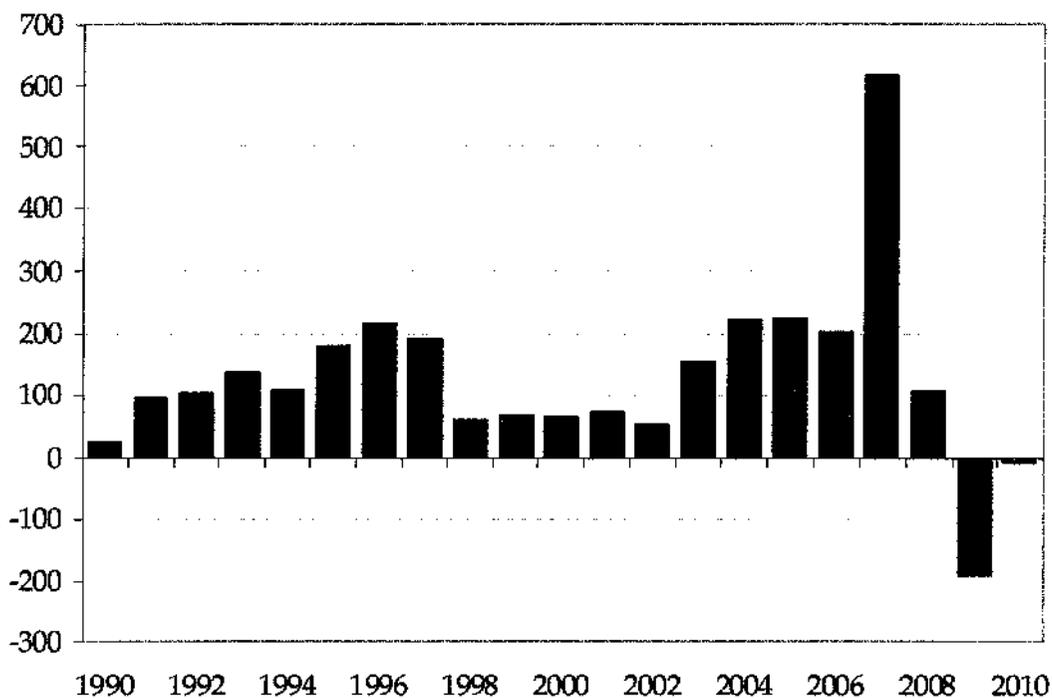
O processo de globalização financeira determina mudanças importantes nos fluxos de capital internacionais, que se tornam inerentemente mais instáveis e especulativos. Isso leva a ocorrência de ciclos de liquidez que apresentam um mesmo movimento geral: um período de “cheia”, quando há intenso interesse por destinos mais arriscados, porém associados a maiores possibilidades de lucro, localizados nas economias de moedas inconvertíveis, e um período de “baixa”, quando alterações no mercado internacional levam à aversão pelo risco por parte dos investidores. Além dos fatores externos, devemos considerar também as condições locais dessas economias como elementos importantes no processo, onde se destacam a gestão macroeconômica (políticas cambial e monetária), o grau de abertura financeira e a estrutura do mercado financeiro doméstico. Além dessas mudanças qualitativas, há também uma mudança quantitativa importante, uma vez que o volume dos fluxos aumenta, passando a envolver os países em desenvolvimento, principalmente a partir dos anos 1990. (BIANCARELI, 2007b)

A interação desses dois conjuntos de fatores condicionará a composição da conta financeira do balanço de pagamentos. Ou seja, a evolução dessa conta reflete a interação da dinâmica da economia internacional no período com o marco institucional referente à abertura financeira, o regime de câmbio flutuante e a gestão cambial e monetária. Todavia, adota-se o ponto de vista de que existe uma hierarquia entre esses fatores: a dinâmica dos fluxos de capitais constitui o determinante, em última instância desta inserção, enquanto os demais fatores internos – estruturais e macroeconômicos – constituem mediações dos impactos dessa dinâmica sobre a composição dos fluxos de capitais e do passivo externo (PRATES, 2006).

No período de consolidação da globalização podemos diferenciar dois ciclos de liquidez (1990-2002 e 2003-2008), com diferenças fundamentais para a discussão da vulnerabilidade externa.

O primeiro ciclo inicia-se em 1990, como contraponto à escassez de recursos externos característica da década de 1980. O auge ocorre no período pré-crise asiática (1996-97), quando a média anual dos fluxos líquidos privados supera em muito a média tanto de 1990 como do período 1998-2002, quando há a reversão do ciclo e a média cai para a metade do que havia atingido no pico (Gráfico 1). Os fluxos brutos seguem o mesmo movimento. Quando se decompõe os tipos de fluxos, observa-se um crescimento contínuo do IDE, sendo a retração atribuída ao investimento em carteira e principalmente aos outros investimentos. Na análise feita apenas com o as emissões de instrumentos financeiros, o que se vê primeiro é uma queda maior no fluxo bruto de empréstimos (1998-99), que chegou a ficar negativo em US\$100 bilhões, para então ocorrer uma contração mais forte nos componentes do investimento em carteira - ações e títulos (2001-2002). (BIANCARELI, 2007b).

**Gráfico 1 - Fluxos privados totais, líquidos, para países em desenvolvimento, US\$ bi**



\*Os dados de 2009 e 2010 são projeções.  
 Fonte : *World Economic Outlook*, FMI, abr/2009

A crise dos anos 80 havia deixado como herança para os países emergentes uma enorme dívida externa para ser honrada. Além disso, no Brasil, a inserção externa ao processo da globalização deu-se com grande abertura comercial imediata e abertura financeira gradual, o que, aliado ao plano de estabilização com âncora cambial, levou a um grande desequilíbrio na balança comercial. Esses dois fatores, dívida externa e desequilíbrio em conta corrente, tornaram óbvia a necessidade de refinanciamento externo do país. Assim, nesse primeiro ciclo, o maior risco que se colocava era o de refinanciamento da dívida externa, determinando-se então como medida convencional de vulnerabilidade a relação direta entre dívida externa e reservas internacionais. O novo ciclo, entretanto, trouxe algumas mudanças importantes.

O ciclo de liquidez internacional que coincide com o início do primeiro governo do presidente Lula (2003) e parecia ter atingido seu auge no 1º semestre de 2008, foi marcado pela evolução da inserção externa da economia brasileira, estreitamente vinculada à trajetória da economia internacional no período, principalmente no que se refere à oscilação entre fases de abundância e escassez de financiamento. O cenário externo desfavorável que marcou o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (1999-2002) foi substituído por um ambiente especialmente favorável nos últimos anos. As condições propícias para essa abundância de liquidez global foram: as condições monetárias extremamente frouxas na Europa e no Japão, acompanhadas pelas taxas de juros americanas em níveis historicamente baixos; a ausência de crises ou qualquer problema financeiro comparável aos do período anterior (BIANCARELLI, 2006).

Além disso, contribuíram para um cenário externo benigno para o Brasil, os altos preços das *commodities* e seus efeitos positivos sobre as contas internas e externas e o *search for yield* por parte dos investidores internacionais, ou seja, o aumento da atividade de bancos comerciais nos mercados emergentes em busca de maiores retornos frente à grande competição existente nos mercados maduros (CANETTI, 2006).

O que vimos nesse ciclo, e que a partir do segundo semestre de 2008 parecia ter mudado, foi um quadro de liquidez "exuberante" no cenário internacional. Todas as medidas de disponibilidade e condições de financiamento para os países em

desenvolvimento atingiram seus picos históricos, o que aconteceu tanto com os fluxos privados líquidos como com as emissões brutas (excluindo o IDE). Os fluxos de saída também bateram recordes, estimulados pelo acúmulo de reservas e pelo desendividamento externo, processo também reflexo do contexto de liquidez abundante e saldos em conta corrente (BIANCARELI, 2007a).

Alguns fatores pareciam decisivos para a continuidade ou não dessa abundância de financiamento:

(i) o ritmo e a intensidade de uma possível contração da liquidez global (além da tendência de alta da taxa de juros centrais, os desequilíbrios externos da economia americana também lideram a fila de candidatos a motivo principal da reversão); (ii) a íntima ligação entre o ambiente financeiro e o ciclo comercial; (iii) a ainda profunda distância que separa os diferentes países emergentes entre si; e ligado a isso (iv) os resultados distintos que a fase de alta gerou em cada caso, particularmente no que se refere à taxa de câmbio" (Biancareli, P. 101, 2006).

Os primeiros sinais de reversão do ciclo surgiram com os problemas decorrentes do mercado "subprime" americano em 2007, mas foi apenas com o colapso do Lehman Brothers, em setembro de 2008, que a crise tornou-se sistêmica. Como era de se esperar, depois de um breve período de resistência, a crise atingiu também os mercados emergentes, os quais tiveram grande deterioração de seus mercados de capitais e taxas de câmbio. As significativas retiradas de capital dos mercados emergentes sugerem que os investidores começaram a recuar no terceiro trimestre de 2008, quando também se observa um grande salto nas taxas dos empréstimos bancários internacionais. Deve-se destacar que esta crise mostrou-se como sendo a mais severa desde 1980, ao afetar todos os segmentos do sistema financeiro em todas as principais regiões do mundo. (WEO, 2009)

Apesar de ser inevitável falar sobre a deterioração do cenário financeiro internacional, por não ser o foco deste trabalho, não haverá uma análise profunda da questão.

## **1.2 O Brasil e o ciclo de liquidez recente: condicionantes internos**

No que se refere aos condicionantes internos, Biancareli (2006) defende que é preciso destacar o "comportamento 'pragmático' dos governos quanto à política

econômica (mesmo aqueles com 'perfil esquerdista'), que se traduzem em bons indicadores de inflação e contas públicas, além dos progressos na administração da dívida externa e o desenvolvimento de fontes locais de financiamento". A combinação destes elementos internos com o contexto global de ampla liquidez permitiu a elevação do país à categoria de *investment grade* que traz com ela a promessa da garantia de financiamento externo de longo prazo.

### **1.2.1 Gestão macroeconômica (política cambial, monetária e fiscal);**

Com a crise da dívida na década de 80, um dos maiores desafios do governo brasileiro na década seguinte foi a necessidade de controlar o déficit público, assim como a alta inflação e a instabilidade macroeconômica, o que o forçou a promover freqüentes ajustes sob a forma, por exemplo, de altas taxas básicas de juros. A estrutura de débito resultante aumentou a vulnerabilidade do país a choques financeiros internos e externos, apesar dos esforços significativos no sentido de melhorar o ambiente macroeconômico.

Muito tem sido feito nos últimos anos para desenvolver bases mais estáveis para o investimento, essenciais para restabelecer a confiança do investidor. Nesse sentido, as políticas macroeconômicas foram extremamente importantes. Dentre elas destacam-se: (i) implementação de metas para a inflação a partir de 1999, associada à (ii) transparência na formulação da política monetária. Programas de controle das finanças governamentais também são sinais de sucesso, pois, ao impor metas rígidas para a obtenção de superávit primário, mantém o acúmulo do déficit sob controle. Além disso, a mudança para um regime de câmbio flexível, em 1999, garante ao país uma boa margem para ajuste externo e ajuda a aliviar as pressões decorrentes de ataques especulativos sobre a moeda. Todas essas medidas contribuem para aumentar a confiança do investidor no país. Também nesse sentido, o governo tem, desde 2003, focado sua política de gerenciamento da dívida em minimizar os custos dos financiamentos de longo-prazo, enquanto se assegura de manter os riscos em níveis prudentes (AMANTE, ARAUJO e JEANNEAU, 2007).

O progresso feito na administração macroeconômica, aliado ao ambiente externo favorável, contribuiu para a crescente valorização da moeda e para a consolidação da manutenção de superávits primários, levando a uma diminuição da dívida líquida

brasileira. Essa redução teve impacto positivo no risco brasileiro externo indicando melhores condições e menores riscos ao se realizar investimento.

### **1.2.2 Grau de abertura financeira;**

O novo horizonte de possibilidades de tomada de recursos trazido pelo cenário internacional favorável, após a restrição absoluta sofrida em boa parte da década de 1980, trouxe uma mudança importante na opção de política até então utilizada, para absorção de tais recursos: a liberalização das relações financeiras com o exterior.

A abertura financeira diz respeito à facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico, envolvendo, assim, tanto a liberalização dos movimentos de capitais quanto a permissão de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no espaço nacional. Existem três graus de abertura financeira: o primeiro nível refere-se ao *inward transactions* – entrada de não-residentes ao mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos pelos residentes; o segundo nível refere-se à liberalização das *outward transactions* – saída de capitais pelos residentes e endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico; e o terceiro nível de abertura financeira refere-se à conversibilidade interna da moeda, ou seja, à permissão de transações em (ou denominadas em) moeda estrangeira no espaço nacional (PRATES, 2006).

A ampliação da abertura financeira da economia brasileira iniciou-se no final dos anos 1980, e foi amplamente aprofundada até o fim do segundo mandato do ex-presidente FHC, com o objetivo de, no curto prazo, financiar o déficit em conta corrente. Essa ampliação envolveu, essencialmente, os dois primeiros níveis de abertura, sendo que a liberalização das *inward transactions* foi bem mais ampla em relação às *outward transactions*. Além disso, após a crise de 1999, foram elevadas as taxas de juros internas no intuito de criar o diferencial necessário em relação às taxas de juros externas para atrair o capital estrangeiro. O governo Lula deu continuidade a esse processo, a partir da mesma estratégia adotada nos governos precedentes: a crescente integração financeira entre país e o exterior nos últimos quinze anos foi promovida tanto a partir de resoluções e circulares do Banco Central, quanto por meio de Medidas Provisórias (PRATES, 2006).

### **1.2.3 Estrutura do mercado financeiro doméstico**

O aumento nos ingressos líquidos, em especial no segmento financeiro, foi favorecido, dentre outros fatores

pelas mudanças na legislação tributária implementadas pela Medida Provisória 281, de 15.2.2006, convertida na Lei 11.312, de 27.6.2006, que reduziu, de 15% para zero, a alíquota do Imposto de Renda dos investidores não-residentes nas aplicações em títulos públicos federais e em fundos de investimento em empresas emergentes, assim como isentou a cobrança de CPMF nas operações de ofertas públicas de ações de empresas no mercado de balcão, uma vez que a legislação em vigor já previa a não incidência desse tributo nas transações realizadas em bolsa de valores. (Bacen, p.99, 2006)

Medidas foram tomadas também no sentido de ampliar a base de investidores do mercado financeiro, por meio da aceleração e simplificação das modalidades de investimento para não-residentes. Dando prosseguimento ao processo de reorganização e simplificação do mercado de câmbio, o CMN, pela Resolução 3.412, de 27.9.2006, eliminou a restrição ainda existente para investimentos no exterior em mercado de capitais e derivativos por parte de pessoas físicas e jurídicas em geral. (BACEN, 2006)

Nesse sentido, duas medidas do governo Lula que se destacam. A primeira diz respeito à unificação dos mercados de câmbio, ocorrida em 2005. Antes, a venda de moeda estrangeira com objetivo de investimento no exterior era regulamentada, havia, por exemplo, necessidade de prestação de contas ao Banco Central, assim como a obrigatoriedade de retorno dos recursos associados a essa venda. Com a Resolução 3.265 de 04/03/2005, determinou-se o fim dessa regulamentação, ou seja, colocou-se fim aos limites antes impostos às operações de compra e venda de moeda estrangeira para fins de aplicação no exterior. Eliminou-se a necessidade de prestação de contas, assim como concedeu-se liberdade aos agentes para reaplicar recursos no exterior. A segunda medida do governo Lula, a Medida Provisória de 15/02/2006, concede incentivos fiscais aos investimentos estrangeiros de portfólio. Sobre os investidores estrangeiros, que antes eram sujeitos à mesma tributação dos residentes, passou a incidir um Imposto de Renda menor, chegando mesmo a serem isentos – dependendo do prazo das aplicações - quando da aplicação em títulos públicos e em fundos de capital de risco. (PRATES, 2006).

Com a chegada da crise, o governo adotou medidas para atenuar o efeito-contágio sobre as contas externas que tiveram impacto importante na estrutura do mercado financeiro doméstico. Com a intenção de atrair recursos externos, entrou em vigor em outubro/2008 o Decreto Presidencial que reduziu a zero a alíquota de 1,5% do IOF, instituído em março/2008 sobre os investimentos de portfólio estrangeiro em renda fixa; e também isentou de IOF as operações de liquidação de câmbio referentes ao ingresso e retorno de empréstimos externos (sujeitos à alíquota de 0,38% desde janeiro de 2008). (IEDI, 2009a)

Os acontecimentos recentes no Brasil, como a obtenção do “*investment grade*” e a posição de credor líquido internacional, suscitam a discussão sobre o caráter conjuntural ou estrutural das mudanças recentes, como se verá no próximo item.

### **1.3 A questão da superação da vulnerabilidade externa**

No debate sobre as mudanças acerca da vulnerabilidade externa, alguns autores defendem a tese de “descolamento” entre países emergentes e centrais. Defendem que o impacto de turbulências nos países desenvolvidos já seria um determinante menor na economia dos países em desenvolvimento devido a seu potencial de crescimento e à solidez macroeconômica conquistada nos últimos anos. No caso do Brasil, o fato de o país ter se tornado novamente credor líquido internacional – uma vez que o valor de reservas internacionais ultrapassou o da dívida externa brasileira – seria uma evidência da maior solidez do país e de sua capacidade de resistir às crises internacionais.

Essa é uma idéia amplamente difundida, inclusive, na mídia especializada. Um bom exemplo é o artigo publicado no *The Economist* (2008): “The Decoupling Debate.” O texto expressa uma síntese da visão dos economistas “otimistas”. Para eles, a crise em um país como os EUA tem um impacto muito menor hoje nas taxas de crescimento do PIB dos países emergentes do que nas crises anteriores. Um dos argumentos usados é o de que apesar da queda de exportações para os EUA, houve um aumento das trocas entre os próprios países emergentes. Liderados pela China, os emergentes estariam tornando-se mais independentes dos países desenvolvidos no que se refere às trocas comerciais. Um segundo argumento é o de que as taxas de crescimento do consumo e dos investimentos nos emergentes têm crescido muito mais rapidamente do que nos países desenvolvidos. Além disso, esse investimento estaria sendo direcionado não

para o setor externo, suscetível a reversões no ciclo de preços das *commodities*, mas para o setor de infra-estrutura e para aquisições de propriedades nesses países.

O ponto principal dessa teoria não é negar os efeitos de uma crise americana nos países emergentes, mas defender que esses países têm, hoje, uma maior autonomia de uso política econômica do que nas crises anteriores. Essa maior liberdade estaria ligada aos superávits recorrentes nas contas correntes e ao grande acúmulo de reservas, o que evitaria a necessidade de empréstimo de capital externo como ocorreu nas crises anteriores.

Essa é, evidentemente, a visão defendida pelo Governo brasileiro, clara no “Informe Dívida” do Tesouro Nacional (2008). O informe mostra a clara e inegável redução da dívida externa brasileira, além de defender o maior dinamismo do setor exportador, baseado na diversificação da pauta de exportação e pela maior dispersão nos países de destino. Em plena sintonia com a tese do “descolamento”, o governo anuncia a redução relativa das exportações aos Estados Unidos, principal país de destino dos produtos brasileiros, quando comparado com os outros parceiros. Defende a diversificação da pauta de exportações, mas sem deixar de dar crédito ao comércio de *commodities*, que efetivamente tiveram elevação de preços e contribuíram fortemente para a entrada de divisas. Ressalta, entretanto, o elevado crescimento das exportações de bens de alto valor agregado como os bens de capital e os bens duráveis. Além disso, a posição do governo é de que o acúmulo de reservas internacionais, além de contribuir para a obtenção do status de credor, contribui também para o aumento da resistência a choques externos.

Com a crise, o discurso teve algumas mudanças. A própria *Economist* (2009) admitiu que a tese de que os emergentes estariam mais resistentes a uma recessão nos EUA não se mostrou correta, mas apresenta a tese reformulada como “Descolamento 2.0” (“Decoupling 2.0”, que dá nome ao artigo), o qual seria um fenômeno mais limitado, restrito a algumas das maiores e menos endividadas economias emergentes.

A nova teoria é baseada em dois fatores colocados como subestimados: (i) a dependência das grandes economias emergentes em relação aos gastos americanos, a qual seria menor do que o que se acredita, e (ii) o ímpeto e a capacidade que essas

economias têm para responder à fragilidade econômica. Assim, defende que há sinais de que algumas das maiores economias emergentes podem ter uma recuperação razoável, mesmo se a economia americana continuar fraca.

Segundo a revista, durante a crise, a queda na demanda dos EUA pode não ter sido o maior problema enfrentado por países como o Brasil e a China. O que talvez tenha sido pior para essas economias foi o quase colapso dos mercados de crédito globais e os cortes de estoques de companhias "traumatizadas". Além disso, muitos dos emergentes apertaram sua política monetária para combater a inflação antes da crise, o que fez a demanda doméstica cair ao mesmo tempo em que as exportações entravam em declínio. Entretanto, a situação estaria mudando já em 2009, com os choques globais se acalmando. O ponto defendido é que empresas não podem reduzir estoques para sempre e que o pânico dos investidores está recuando, o que faz os mercados de crédito comecem a funcionar. Isto poderia não ser o suficiente para estimular uma recuperação excepcional nos EUA, mas removeria um obstáculo para as grandes economias emergentes que soltaram as rédeas fiscais e monetárias, sendo exemplo disso os pacotes de estímulo da China e os cortes na taxa de juros do Brasil.

"A idéia do descolamento continua viva, mas isso não significa que a prosperidade sustentável nas grandes economias emergentes seja uma conclusão necessária", diz a publicação.

Do outro lado da discussão estão os autores que não acreditam em uma mudança estrutural nos países emergentes, ou seja, acreditam que na ausência de um cenário externo favorável, as condições se alteraram.

Gonçalves (2008) defende que os argumentos dos que acreditam no "descolamento" são facilmente refutadas. Em primeiro lugar, o Brasil continuaria a ter um elevado grau de vulnerabilidade, pois "sua capacidade de resistir a pressões e fatores de desestabilização, continua muito limitada". Isso devido ao fato de o país ter um dos maiores riscos do mundo, uma vez que indicadores como o "*spread*" aumentaram no início de 2008. Em segundo lugar, outro aspecto importante é a regressão das contas externas, pois a sucessão de superávits parece que será substituída por um déficit, tornando maior a dependência dos fluxos de capitais internacionais. Em terceiro lugar, temos também projeção de queda na balança comercial e expectativa que essa

situação se deteriore ainda mais nos próximos anos. Assim, segundo ele, quando olhamos pelo ponto de vista dos capitais, o fato de o Brasil apresentar a maior taxa real de juros do mundo faz com que seja cada vez mais foco de capital especulativo de curto prazo.

Gonçalves (2008) critica ainda os argumentos defendidos pelo governo. Em relação ao argumento da maior diversificação da pauta de exportações brasileira, defende que, além da diminuição de exportações para os EUA ter sido pequena (queda de 5%), os países aos quais nossos produtos têm se destinado são extremamente dependentes dos EUA. Dessa forma, nossa dependência em relação aos EUA estaria aumentando, mesmo que indiretamente. Outro agravante para essa situação é o grau de abertura da economia, que vem aumentando também nesse ciclo e nos torna mais dependentes do restante do mundo no que tange à geração de renda, por exemplo. O segundo argumento rebatido é o de que o país ser credor líquido internacional determina uma menor vulnerabilidade externa. Para Gonçalves (2008), afirmar isso é um erro, pois num país com grau de liberalização cambial e financeira como o Brasil, a posição das reservas internacionais é algo muito frágil. Isso se deve ao fato de qualquer residente no país pode converter real em dólar e remeter para o exterior. Dessa forma, enquanto a dívida permanece a mesma, as reservas internacionais são rapidamente consumidas. Por esse raciocínio, seria um erro afirmar que essa proteção elimina o problema da dívida externa. Pelo contrário, a dívida externa continua como um problema gravíssimo para o Brasil.

Para ele, a capacidade de resistência do Brasil às pressões externas é muito frágil devido, principalmente, à abertura financeira e à liberalização cambial ocorridas desde o início do processo de globalização e que se intensificaram no ciclo recente. Defende então que o Brasil continua sujeito a uma crise econômica grave e que a vulnerabilidade externa continua alta, ou seja, o país continua com uma baixa capacidade de resistir a pressões e fatores desestabilizadores que vêm de fora. (Gonçalves, 2008)

Com a crise, Gonçalves (2009) argumenta que a blindagem brasileira a choques externos teria se confirmado como sendo de “papel crepom”. A prova disso seria a forte desvalorização cambial ocorrida no segundo semestre de 2008, uma vez que, em seis

meses, a depreciação da moeda atingiu quase 60%, sendo a maior variação observada na América Latina. A síntese dos efeitos da crise seria:

“...reaparecerá a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira – mascarada até aqui pelos grandes saldos obtidos atualmente no comércio exterior –, agora também explicitada pelo seu lado comercial e reforçada pelo lado financeiro. O crescimento da vulnerabilidade externa, num quadro de redução dos saldos da balança comercial e elevadas taxas de juros, será acompanhado de uma aceleração do crescimento da dívida externa e interna, que tornará ainda mais débil os efeitos da política de elevados superávits primários – evidenciando-se, mais uma vez, que o problema fundamental da fragilidade financeira do Estado se localiza na vulnerabilidade externa e na política monetária.” (Filgueiras e Gonçalves, 2007, cap. 1)

A denominação “tese de descolamento”, entretanto, é um desdobramento recente da discussão acerca da superação da vulnerabilidade externa brasileira. Nos parágrafos anteriores, procuramos mostrar os pontos extremistas da teoria: os excessivamente otimistas e os excessivamente pessimistas. O tom que adotaremos no restante do trabalho seria um meio termo, a partir do trabalho desenvolvido por Prates (2006) que discute esta questão antes mesmo dos atuais debates em torno do “descolamento”. Ela não acredita na superação da vulnerabilidade e argumenta que, com relação aos indicadores da vulnerabilidade, muitos fatores não são normalmente levados em conta na análise da vulnerabilidade externa. Assim, os indicadores tradicionais de vulnerabilidade ao levarem em conta apenas a relação entre as reservas internacionais e a dívida externa, deixam de lado outros aspectos que tornam uma economia suscetível. A autora defende que os indicadores tradicionais são sim importantes, mas que também devemos ir além.

Nesse sentido, Prates (2006) questiona se a melhora dos indicadores tradicionais de solvência e liquidez significaria uma redução efetiva da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Para ela, algumas dimensões da inserção externa do país no período analisado não são captadas por esses indicadores (como as aplicações dos investidores estrangeiros no mercado doméstico de derivativos financeiros) ou ainda não transpareceram (como o aumento do estoque de títulos públicos detido por investidores estrangeiros após o incentivo tributário concedido). Assim, ela levanta a hipótese de que uma nova dimensão da vulnerabilidade externa está emergindo em função do peso cada vez mais relevante dos investidores estrangeiros nos diversos

segmentos do mercado financeiro doméstico (ações, títulos públicos, derivativos). Esse movimento teria sido viabilizado pelo aprofundamento da abertura financeira após o ano 2000, que reforçou os mecanismos de transmissão da instabilidade gerada nos mercados financeiros internacionais para as economias periféricas.

#### **1.4 Conclusões**

Colocados os condicionantes externos e internos do recente ciclo de liquidez, o que se vê é uma maior vulnerabilidade do país ao capital especulativo, devido, principalmente, ao aumento do peso dos investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico. A unificação dos mercados de câmbio em março de 2005, por exemplo, significou a flexibilização das saídas de capitais pelos residentes e, assim, ampliou potencialmente a mobilidade da riqueza financeira aplicada em títulos de dívida pública de curto prazo; indicando talvez, uma nova dimensão da vulnerabilidade externa. Se, por um lado, observamos o crescente acúmulo de reservas e de superávits na balança comercial, por outro, observamos também que os investimentos estrangeiros no Brasil direcionam-se em grande parte a ativos de curto prazo e alta liquidez.

A evolução da conta de transações correntes e o cenário de estabilidade econômica reforçaram a posição do país como pólo atrativo para investidores internacionais, com desdobramentos favoráveis quanto à aceitação das colocações internacionais de bônus e à redução nos diferenciais de taxas de juros. Em ambiente de melhoria do perfil dos passivos, as emissões de dívida em moeda nacional também foram favorecidas. A performance exportadora e a consistência das políticas fiscal e monetária contribuíram para consolidar a confiança dos investidores internacionais e favoreceram a acumulação de reservas internacionais. Ao reduzir a exposição a fatores externos, o ajuste verificado nas transações correntes do balanço de pagamentos permitiu administrar com significativo conforto a conta financeira. (BACEN, 2006).

A redução da inflação, a consolidação fiscal, o controle da dívida e a mudança para um regime de câmbio flexível tiveram impacto positivo na imagem do mercado brasileiro para os investidores. Entretanto, esses mesmos investidores ainda relutam em comprometer seu capital por longos períodos e a taxas fixas, o que poderá um dia tornar-se para o governo um grande obstáculo devido ao risco de refinanciamento. Com

a mudança do ciclo financeiro, sendo nossos ativos àqueles de maior risco, são os primeiros a ser liquidados.

O Brasil é hoje credor externo internacional com um grande acúmulo de reservas internacionais, sendo que já foi um dos maiores devedores mundiais. Levando-se em conta os indicadores tradicionais, a vulnerabilidade externa seria negativa, ou seja, nula. O que se percebe então é que os indicadores tradicionais já não captam toda a complexidade da vulnerabilidade atual, correndo o risco de serem demasiado otimistas. Com o aprofundamento da abertura financeira na maioria dos países emergentes, a dívida externa deixa de explicar, sozinha, a suscetibilidade desses países às reversões nos fluxos de capital. Os indicadores tradicionais, ao considerarem apenas a dívida externa em relação às reservas, não incorporam uma característica fundamental do segundo ciclo frente ao primeiro: a maior importância da entrada de investidores no mercado local. No ciclo anterior, os instrumentos de dívida eram determinantes na medida da vulnerabilidade externa, mas no segundo ciclo, o peso dos investidores estrangeiros torna-se fundamental nessa análise. É nesse ponto que se concentra o debate. Se por um lado muitos olham apenas para os indicadores tradicionais, outros já incorporam à análise o que consideram uma mudança no caráter da vulnerabilidade. Prates (2003) já em 2003 utiliza indicadores de vulnerabilidade que incorporam o valor dos investimentos de portfólio, o que será melhor detalhado nos capítulos posteriores.

Vale ressaltar que o foco aqui não gira em torno da questão de aumento ou diminuição da vulnerabilidade, mas em torno da questão de se de fato houve uma mudança da mesma. O debate que trata de aumento ou diminuição da vulnerabilidade é feito no meio acadêmico indicando talvez que, apesar de qualitativamente diferente, a vulnerabilidade externa no ciclo anterior seria maior do que a atual. Essa discussão, entretanto, foge do escopo desse trabalho.

Nos próximos capítulos será feita a análise quantitativa da vulnerabilidade, bem como uma análise detalhada dos fluxos de capital internacional para o Brasil no segundo ciclo de liquidez.

## **CAPÍTULO 2**

### **Brasil: os fluxos de capital internacional e seus impactos nos indicadores de vulnerabilidade**

#### **Introdução**

Colocadas as controvérsias teóricas, será desenvolvido agora um estudo quantitativo acerca da vulnerabilidade externa. Este capítulo será dedicado à análise dos fluxos de capital externo para o Brasil e dos indicadores tradicionais e ampliados de vulnerabilidade.

A preocupação é calcular tanto os mais simples quanto os mais amplos indicadores de vulnerabilidade externa para que se possa compará-los de maneira a confirmar a hipótese de que de fato houve uma mudança no caráter dessa vulnerabilidade. Os indicadores mais amplos a serem utilizados foram desenvolvidos e apresentados por Prates (2003), buscando, no caso do indicador de liquidez, mensurar a pressão potencial sobre as reservas internacionais no País e, no caso do indicador de solvência, acrescentar ao estudo formas de passivo características do último ciclo de liquidez.

A análise dos fluxos de capital internacional para o Brasil, por sua vez, é importante para observar as mudanças ocorridas com relação à inserção externa da economia brasileira no governo Lula, principalmente no que se refere ao resultado das transações correntes e da conta capital e financeira. O intuito é indicar que o Balanço de Pagamentos Brasileiro, ao incorporar crescentemente o ingresso de capitais com viés de curto prazo e com perspectiva especulativa, torna-se crescentemente volátil, indicando uma mudança qualitativa na vulnerabilidade, processo esse ligado à própria dinâmica dos fluxos internacionais de capitais.

#### **2.1 Os Indicadores de Vulnerabilidade Externa**

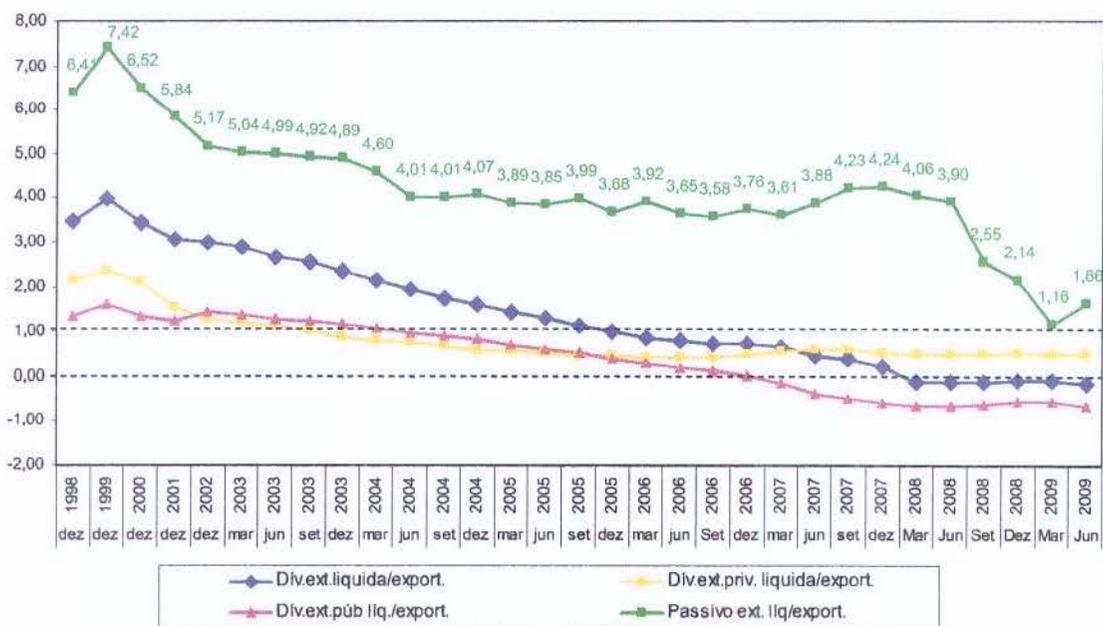
##### **2.1.1 Indicadores de Solvência**

Os indicadores de solvência representam uma das formas de medir a vulnerabilidade externa no longo-prazo e sua trajetória constitui um reflexo da interação entre as mudanças no passivo externo e a evolução da capacidade de geração de divisas, ou seja, das exportações. O indicador mais amplo é o "Passivo externo

líquido/exportações”, no qual consideramos o Passivo Externo Bruto (PEB), rubrica que abrange o estoque de dívida externa, de investimento de portfólio e externo direto. O passivo externo líquido equivale ao PEB menos os ativos externos, quais sejam: as reservas internacionais líquidas ajustadas, os ativos dos bancos brasileiros no exterior e os créditos brasileiros no exterior.

Como pode ser observado no Gráfico 2, os indicadores tradicionais não são capazes de expressar a vulnerabilidade externa advinda da liberalização da conta de capitais. Durante muito tempo, a economia brasileira esteve fechada aos fluxos de capital internacional, sendo o caráter de sua suscetibilidade externa expresso na dívida contraída no exterior. Para esse cenário, os indicadores de “dívida externa/exportações” eram adequados, o que mudou na década de 1990 com a liberalização e nos anos 2000 com a elevada liquidez internacional. Com essas mudanças, não podemos deixar de incorporar à análise os investimentos estrangeiros, principalmente os de portfólio.

**Gráfico 2 – Indicadores de Solvência Externa**



Fonte dados: Bacen. Elaboração Própria

Para os indicadores tradicionais, a queda foi acentuada, chegando a valores negativos em 2008. É importante destacar que o valor das exportações ultrapassa o valor da dívida externa líquida em 2006 e que, em 2007, pela primeira vez, as reservas

internacionais superam o valor da dívida pública externa (soma da dívida pública externa registrada e de curto prazo não registrada), tornando a dívida externa pública líquida negativa. As elevadas taxas de crescimento das exportações e a queda da dívida externa pública, em termos líquidos, nos últimos anos reforçam a tendência de melhora do indicador dívida externa total/exportações.

A partir de 2005, as condições de liquidez favoráveis possibilitam a realização de operações de administração de passivo pelo governo brasileiro, que reestrutura sua dívida externa, reduz o endividamento líquido do setor público e pré-financia compromissos externos de 2006. Em 2006, o governo lança um programa de médio prazo de uso de reservas internacionais para recompra de títulos brasileiros em circulação no mercado internacional, com intenção de reduzir o custo da dívida externa, já que estes títulos foram emitidos quando o risco-Brasil era muito alto e, assim, embutem elevados prêmios de risco. (PRATES, 2006)

Já para o indicador mais amplo, houve queda tímida, fazendo com que os números continuassem em um patamar elevado. Essa situação, entretanto, se altera com a crise, quando há queda acentuada no indicador, chegando quase à igualdade entre o valor do passivo externo e o valor das exportações. O desempenho do indicador passivo externo líquido/exportações não foi tão favorável, na maior parte do tempo, devido ao crescimento dos estoques de investimento externo direto e de investimento de portfólio no período. A partir de junho de 2008, entretanto, pode-se observar uma queda acentuada nesse indicador. A análise dos dados nos permite dizer que, durante o auge da crise em 2008, houve grande saída de investimento de portfólio, sem que esta fosse acompanhada por queda equivalente nas exportações, levando a uma melhora significativa do indicador. Essa melhora, entretanto, não parece ser estrutural, uma vez que em junho de 2009 já tínhamos um aumento de 43% no indicador.

Aqui, temos, aparentemente, um paradoxo, uma vez que no auge da crise o indicador melhora e quando a economia começa a se recuperar ele volta a piorar. É preciso ter cuidado nessa avaliação e o comportamento dos principais componentes dessa análise, investimento em carteira e exportações, será detalhado a seguir.

Dado o ambiente externo desfavorável, é fácil entender o movimento de saída dos investidores estrangeiros. Para entender a trajetória das exportações, entretanto, é

preciso que nos aprofundemos um pouco na questão. Apesar de não ter havido queda equivalente à saída de capital do país, nota-se que houve uma piora no perfil exportador brasileiro. Isso porque houve um aumento da participação das *commodities* e diminuição dos manufaturados na pauta de exportação, o que já era uma tendência dada a forte valorização da nossa moeda a partir de 2006, mas que foi acentuada pela crise econômica.

Grande parte das exportações brasileiras de manufaturados é destinada a países da América Latina e aos Estados Unidos, que foram fortemente atingidos pela crise e, com isso, reduziram suas importações. Apesar de também ter enfrentado uma desaceleração em decorrência da crise, a China ainda manteve fortes suas importações do Brasil, principalmente de *commodities*.

Depois de um movimento de alta a partir de 2006, a moeda brasileira registrou um período de desvalorização com a crise, mas em seguida voltou a ganhar força. Com a atual taxa de câmbio e com a retração do mercado internacional, os produtos manufaturados são os que mais sentem o impacto negativo da crise, sendo também um dos principais canais de contágio da crise internacional sobre a economia brasileira. Considerando essa trajetória, as vendas externas de manufaturados já passaram a um nível inferior ao de produtos básicos. (IEDI, 2009b).

No momento atual, em que o mundo ainda não se recuperou da crise e a demanda internacional por manufaturados continua em queda, o fato de o Brasil poder contar com a força das exportações de *commodities* pode ser visto como um fator positivo. No entanto, a possibilidade de que os produtos básicos mantenham seu peso crescente nas exportações mesmo passada a crise é preocupante. A extrema dependência de produtos básicos deixa o Brasil mais vulnerável. Quando se exporta *commodities*, o país exportador não tem nenhum controle nem sobre o preço nem sobre a quantidade, assim, a decisão é sempre do importador.

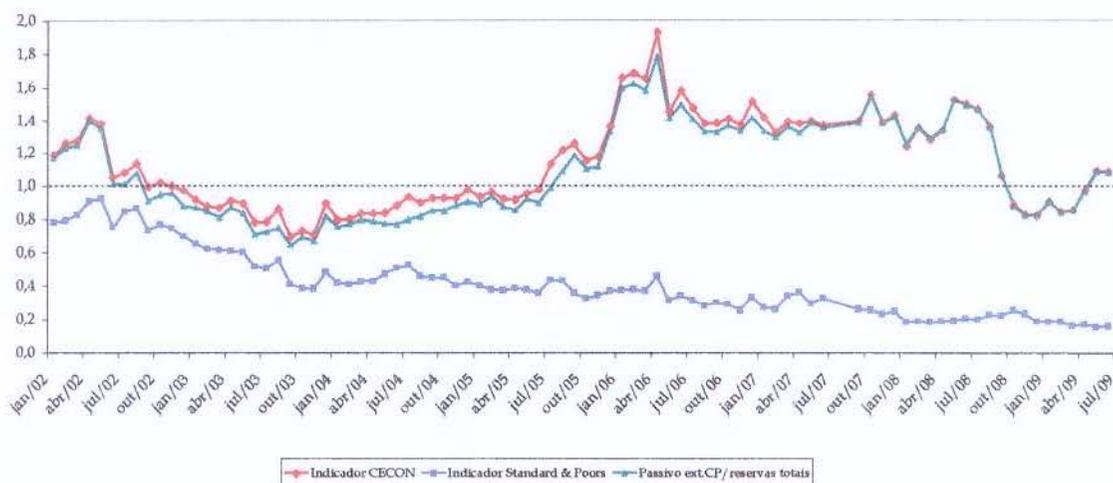
### **2.1.2 Indicadores de Liquidez**

Os indicadores de liquidez são vistos como medida convencional de vulnerabilidade de curto prazo, representando assim a capacidade de honrar compromissos em um horizonte curto de tempo. A evolução desses indicadores ao

longo dos últimos anos não apresenta trajetória linear, ao contrário disso, sua análise apresenta resultados ambíguos.

No Gráfico 3 temos, além do indicador tradicional, “passivo externo de curto prazo/reservas líquidas ajustadas”, dois indicadores mais amplos: o indicador utilizado pela Standard & Poors, que equivale à razão entre a chamada “necessidade bruta de financiamento externo” (NBFE) e as reservas líquidas ajustadas (sendo que os países com um indicador superior a 1 são classificados com grau especulativo) e um terceiro indicador que soma às NBFE o estoque de investimento de portfólio no Brasil. Entendemos aqui como NBFE a soma do saldo em transações correntes com o principal vencível da dívida externa de médio e longo prazo e o estoque da dívida de curto prazo. Dessa maneira, o último indicador apresentado mediria a pressão potencial sobre as reservas internacionais no País. (PRATES, 2003)

**Gráfico 3 – Indicadores de Liquidez Externa**



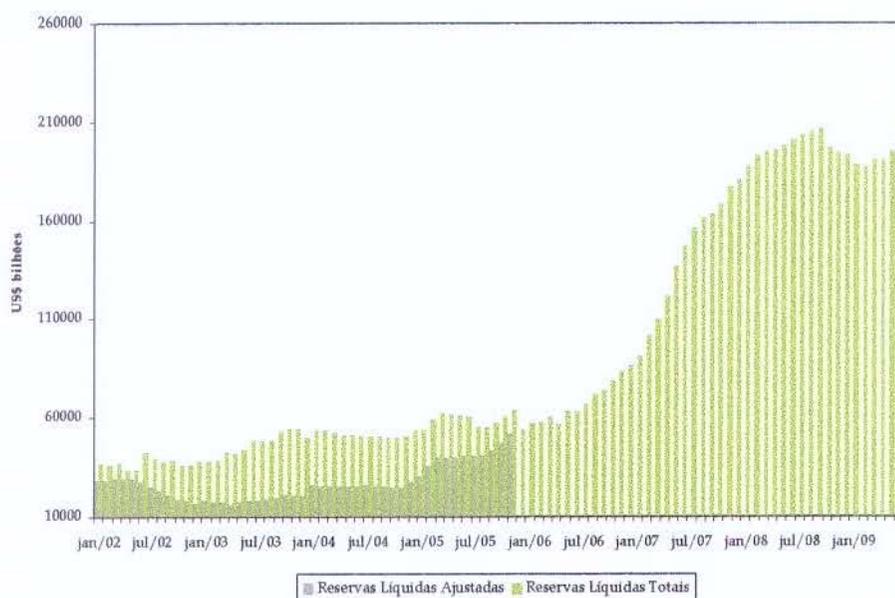
Fonte dados: Bacen. Elaboração Própria

O indicador da Standard & Poors foi o único a apresentar melhora progressiva em todo o período, chegando a um patamar extremamente baixo em 2008. Esse, entretanto, é um indicador limitado, uma vez que não considera os investimentos de portfólio como um fator de pressão sobre as reservas internacionais. Entretanto, ele é importante na análise, pois indica a queda efetiva na NBFE em relação às reservas

internacionais, tornando evidente a participação dos fluxos de capital de curto-prazo na vulnerabilidade externa do país.

Com relação aos outros dois indicadores a trajetória não foi linear. Entre 2003 e 2005, houve piora (aumento) em ambos os indicadores, movimento que se acentua no final de 2005, mas que apresenta relativa melhora a partir de maio/2006. A partir de julho/2005, o valor do passivo externo ultrapassa o valor da reservas internacionais, chegando a quase o dobro das mesmas em abril de 2006. Essa inflexão ocorreu, com o aumento do passivo externo de curto prazo como resultado do aumento da dívida de curto prazo, acompanhado pelo aumento do Investimento de Portfólio. Por outro lado, essa variação foi acompanhada de um aumento, menos que proporcional, do estoque de reservas internacionais próprias, que sintetiza a capacidade de pagamento do país no curto prazo e, por isso, compõe o denominador dos indicadores de liquidez. O estoque de investimento estrangeiro de portfólio cresceu continuamente nos últimos anos devido ao ingresso líquido desses investimentos e da valorização dos ativos brasileiros induzida pela demanda dos investidores externos. Ademais, a valorização do Real implicou aumento do valor do estoque em dólares desses investimentos (também observado no caso dos investimentos externos diretos). Com a crise, podemos observar uma queda acentuada em dois dos três indicadores. Isso ocorre, pois, apesar da saída dos investidores do país – queda na conta estoque da dívida CP + investimento de portfólio –, o governo conseguiu manter um bom nível de Reservas Internacionais (Gráfico 4). (PRATES, 2006)

#### Gráfico 4 – Reservas Internacionais



Fonte dados: Bacen. Elaboração Própria

Também no caso dos indicadores de liquidez, observamos um comportamento inesperado durante a crise em 2008. Na verdade, no período pré-crise de liquidez abundante acreditava-se que a dimensão da vulnerabilidade externa brasileira seria comprovada apenas em condições adversas, o que de fato não foi comprovado pelos indicadores. A saída de investimento em carteira não foi acompanhada por queda equivalente nas reservas internacionais, o que levou à melhora do indicador. A variável de ajuste da crise foi, basicamente, o câmbio, que sofreu forte desvalorização, sem que houvesse muita interferência do governo pela manutenção de determinada taxa.

Os resultados são, portanto, ambíguos. Isso porque a volta dos investidores estrangeiros ao país em 2009 indica novamente uma tendência de piora nos índices. O que podemos de fato dizer é que a melhora estrutural em termos de liquidez é questionável, pois, em nenhum momento ao longo dos anos aqui analisados, os valores dos indicadores mais amplos ficaram abaixo do mínimo observado em 2003. O que, no entanto, não necessariamente é um fato ruim, pois os indicadores mais amplos estão bem próximos de 1, o que indica que o volume de passivos e ativos externos de curto-prazo é quase o mesmo.

## **2.2 Os fluxos de capital e a conta financeira**

A análise de indicadores de vulnerabilidade nos permite observar o caráter mais evidente da suscetibilidade a choques externos. Existem, entretanto alguns fatores que não são captados por esses índices, o que torna a análise do balanço de pagamentos essencial neste trabalho. Isso porque, o balanço de pagamentos brasileiro apresenta instabilidade e volatilidade potenciais aumentadas na medida em que incorpora fluxos de capitais com viés especulativo e de curto prazo, volatilidade essa estreitamente correlacionada com a dinâmica dos fluxos internacionais de capitais. Assim, quanto maior o peso dos capitais com perfil especulativo e de alta flexibilidade na conta financeira do balanço de pagamentos, maior a vulnerabilidade do país, uma vez que estará sujeito a bruscas reversões de recursos (nacionais e externos).

Uma das formas de expressão dessa instabilidade é a alta volatilidade dos fluxos financeiros, especialmente daqueles que têm ampla possibilidade de iniciar movimentos abruptos de reversão, provocados por uma mudança nas expectativas do mercado. Essa volatilidade pressiona o câmbio, instabilizando-o, com conseqüências negativas sobre o investimento privado, frente à incerteza maior e conseqüentes dificuldades de planejamento. Além disso, dadas as instabilidades externas, fica comprometida a política econômica, impossibilitada de perseguir objetivos específicos prioritários do país.

No que se refere aos fluxos, a idéia é que as condições de financiamento externo acompanham, nas suas grandes linhas, a oscilação cíclica da liquidez internacional, com importantes peculiaridades no ciclo que terminou em 2008: a menor intensidade e um relativo “atraso” nos resultados líquidos, em grande parte explicados pela menor necessidade de recursos garantida pelo superávits em conta corrente; e uma “explosão” nos fluxos líquidos nos anos de 2005 e 2006 e 2007. Quanto aos estoques, o que se observou nesse ciclo, foi a tendência de desendividamento, que, entretanto, precisa ser qualificada: a inclusão de outras formas de passivos mais líquidos torna as condições de liquidez e solvência muito menos tranqüilas do que quando analisadas com o foco somente no estoque da dívida externa (BIANCARELLI, 2007b).

Os fluxos de capital para o Brasil podem ser divididos em 3 categorias: Investimento Estrangeiro Direto (IED), o qual agrega a “participação no capital” e os

“empréstimo intercompanhias”; Investimento Estrangeiro em Carteira, agregando investimento em “ações de companhias brasileiras” e “títulos de renda fixa de curto e longo prazo”; e Outros Investimentos Estrangeiros, no qual entram as “operações de regularização”, o “crédito comercial - fornecedores LP e CP” e os “empréstimos e financiamentos LP e CP”.

Antes de 2003, as condições de liquidez internacional desfavoráveis resultaram na queda dos investimentos de portfólio e outros investimentos. A retração do crescimento nos países centrais e das operações de fusões e aquisições em âmbito global refletiram-se nos fluxos de investimento externo, que apresentaram tendência de queda após 2001. Nesse contexto, os empréstimos do FMI cumpriram o papel de suprir liquidez em moeda estrangeira a partir de 2000.

A inserção externa da economia brasileira sofreu mudanças importantes nos três primeiros anos do governo Lula e sua síntese pode ser apreendida pela evolução das duas principais contas do balanço de pagamentos neste período. O resultado das transações correntes tornou-se superavitário (fato inédito desde 1992), ancorado na obtenção de superávits comerciais crescentes a partir de 2001. A conta capital e financeira, central para nossa análise, apresentou saldo positivo em 2003 e apesar de tornar-se deficitária nos dois anos subsequentes, a partir de 2006 apresenta impressionante recuperação, tendo atingido seu valor máximo em 2007 (Tabela 1). O resultado de 2008 foi bastante afetado pela crise econômica, mas dados dos seis primeiros meses de 2009 mostram que muito já foi recuperado.

**Tabela 1 – Balanço de Pagamentos**

(US\$ milhões)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (Julho)
TRANSAÇÕES CORRENTES	(25.335)	(24.225)	(23.215)	(7.637)	4.177	11.679	13.985	13.528	1.551	(28.192)	(6.008)
Balança comercial (FOB)	(1.199)	(698)	2.650	13.121	24.794	33.641	44.703	46.074	40.032	24.836	19.656
Serviços e Rendas	(25.825)	(25.048)	(27.503)	(23.148)	(23.483)	(25.198)	(34.276)	(36.852)	(42.510)	(57.252)	(19.288)
Transferências unilaterais correntes	1.689	1.521	1.638	2.390	2.867	3.236	3.558	4.306	4.029	4.224	4.724
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	17.319	19.326	27.052	8.004	5.111	(7.523)	(9.464)	17.277	89.086	29.352	30.953
Conta Capital (líquido)	338	273	(36)	433	498	371	663	869	756	1.055	3.506
Conta Financeira (líquido)	16.981	19.053	27.088	7.571	4.613	(7.895)	(10.127)	16.408	88.330	28.297	24.880

**Tabela 1 – Balanço de Pagamentos - cont.**

(US\$ milhões)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (Julho)
Capitais Voluntários	14.016	29.376	20.331	(3.909)	(157)	(3.532)	13.144	16.408	88.330	28.297	22.030
Operações de regularização (líquido)	2.966	(10.323)	6.757	11.480	4.769	(4.363)	(23.271)	-	-	-	8.250
Erros e omissões	194	2.637	(531)	(66)	(793)	(1.912)	(201)	(236)	(3.152)	1.809	5.078
RESULTADO DO BALANÇO	(7.822)	(2.262)	3.307	302	8.496	2.244	4.319	30.569	87.484	2.969	24.355

Fonte dados: Bacen.

O cenário externo favorável no âmbito do comércio e das finanças internacionais permitiu grandes mudanças na inserção externa do país a partir de 2003. Subjacentes a essas mudanças, estão alguns fatos importantes do segundo governo FHC, como a adoção do regime de câmbio flutuante após a crise cambial de 1998/99, o acordo com o FMI, as desvalorizações cambiais em 2001 e 2002 e o aprofundamento da abertura financeira. As performances das duas principais contas do balanço de pagamentos estão associadas a esses fatores. (Prates, 2006)

O resultado do balanço de pagamentos foi superavitário em US\$ 2,9 bilhões em 2008, cifra muito menor que o recorde histórico de US\$ 87,5 bilhões registrado em 2007 - associado ao pico do ciclo de liquidez internacional iniciado em 2003 -, mas, em contrapartida, expressivamente superior aos registrados no biênio 1998-1999 e em 2002, quando eclodiram as crises cambiais precedentes.

As transações correntes apresentaram forte deterioração em 2008 – déficit de US\$ 28,2 bilhões, o primeiro do governo Lula e o mais elevado desde 1998 –, em razão tanto da redução do superávit comercial (de US\$ 40 bilhões para US\$ 24,8 bilhões), como do aumento das remessas de serviços e rendas (de US\$ 42,5 bilhões para US\$ 57,3 bilhões).

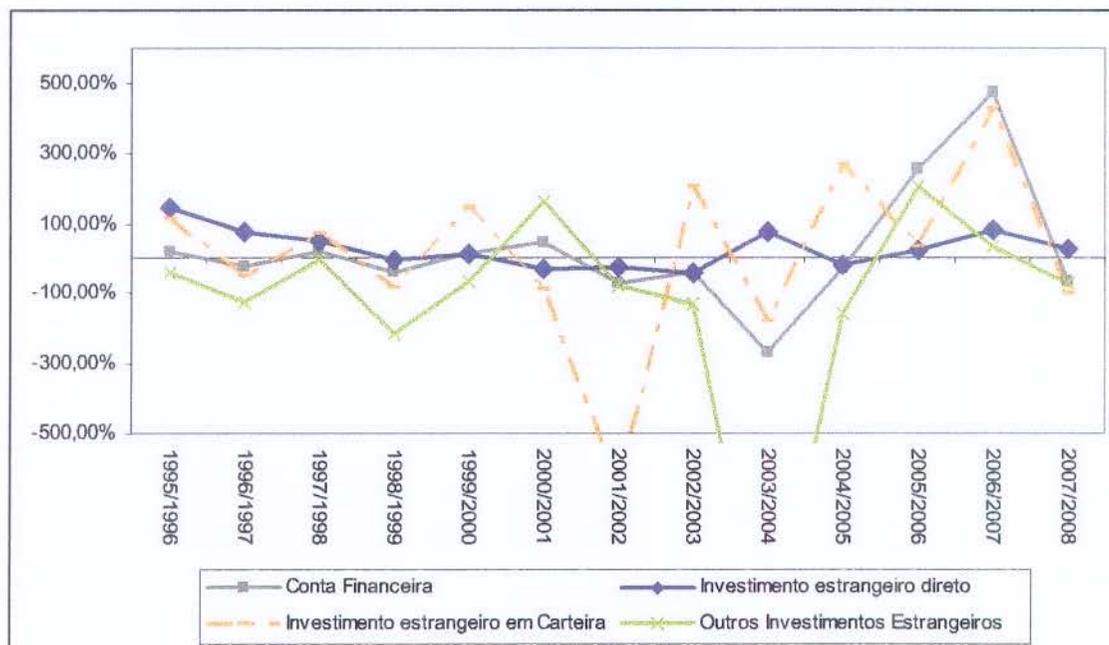
Com relação ao resultado da balança comercial, podemos dizer que o Brasil, por ser um país com elevada participação de commodities em sua pauta exportadora, se beneficiou com a aceleração dos aumentos dos preços internacionais desses bens até meados de 2008. A partir de então, as perspectivas de retração da demanda mundial afetaram negativamente esses preços, que ingressaram numa trajetória de deflação. Essa virada, entretanto, não foi suficiente para anular os ganhos obtidos no primeiro

semestre de 2008, pois, apesar da queda na quantidade vendida, decorrente da retração da demanda externa e da contração dos créditos comerciais, houve aumento dos preços das exportações, no acumulado do ano. (IEDI, 2009a).

O saldo negativo da conta de Serviços e Rendas apresentou constantes aumentos desde 2003, com o valor mínimo atingido em 2008. Essa trajetória esteve associada a fatores conjunturais internos, como a maior lucratividade das empresas presentes no Brasil e a valorização do real até 2008. Entretanto, com a crise, houve um impulso nas remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas e bancos internacionais para suas matrizes, visando compensar perdas em outros mercados, bem como de atender à necessidade de “caixa” no exterior, dada a dificuldade de renovação das linhas de crédito. Dado o atual grau de internacionalização da estrutura produtiva e de abertura financeira, esse movimento teve grande impacto sobre as contas externas do país, devido ao elevado estoque de passivo externo do país. (IEDI, 2009a)

Analisaremos mais detalhadamente a evolução da conta financeira, uma vez que a volatilidade da mesma, aqui calculada como a variação percentual com relação à posição do ano anterior, pode ser vista também como um indicador de vulnerabilidade. Esse seu caráter deve-se ao fato de indicar a possibilidade constante de reversão de recursos mesmo quando os demais indicadores apresentem melhor situação (Gráfico 5).

**Gráfico 5 – Volatilidade da Conta Financeira e principais Sub-contas**



Fonte dados: Bacen. Elaboração Própria

A grande volatilidade da trajetória da conta financeira mostra que não há qualquer tendência ao longo dos anos, o que impede uma análise que não seja ano a ano. Em 2003, no início do ciclo, a conta apresentou resultado de US\$ 5 bilhões, valor revertido para saldos negativos nos dois anos seguintes. A recuperação ocorre em 2006, com o pico de US\$ 89 bilhões em 2007. Em 2008, por causa da crise, o resultado cai 67%. Essa volatilidade, além de ser uma constante no cenário brasileiro, é vista sempre em patamares elevados.

Nos primeiros anos do Governo Lula, quando as condições internacionais eram mais favoráveis, a retomada dos fluxos de capitais permitiram o pagamento das operações de regularização com o FMI. O crescimento dos fluxos de IED após 2004 insere-se num movimento de retomada dos fluxos de investimento externo direto para os países periféricos. Já as duas modalidades de fluxos financeiros têm um movimento mais instável, apresentando uma trajetória de recuperação consistente a partir de 2005: fluxos positivos no caso dos investimentos de portfólio e redução do saldo negativo no caso dos Outros Investimentos (que apresentam ingresso líquido somente em 2006) (Tabela 2). (PRATES, 2006)

**Tabela 2 – Conta Financeira**

(US\$ milhões)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>CONTA FINANCEIRA</b>	<b>16.981</b>	<b>19.053</b>	<b>27.088</b>	<b>7.571</b>	<b>4.613</b>	<b>(7.895)</b>	<b>(10.127)</b>	<b>15.430</b>	<b>88.330</b>	<b>28.297</b>
Investimento estrangeiro direto	28.578	32.779	22.457	16.590	10.144	18.146	15.066	18.822	34.585	45.058
Investimento estrangeiro em Carteira	3.542	8.651	872	(4.797)	5.129	(3.996)	6.655	9.076	48.104	(767)
Outros Investimentos Estrangeiros	(9.223)	(15.213)	9.353	2.150	(686)	(8.721)	(22.486)	24.104	31.683	8.143

Fonte dados: Bacen.

Em 2008, dada a crescente aversão ao risco e preferência pela liquidez em âmbito global, há a liquidação das aplicações de portfólio no mercado financeiro doméstico e a contração dos créditos externos. Esses fatores têm impacto direto nas duas modalidades de fluxos financeiros, “investimentos de portfólio” e “outros investimentos” (que engloba diversas modalidades de créditos, financiamentos e empréstimos), que se tornaram deficitárias, respectivamente, a partir de outubro e de novembro de 2008.

A retração dos fluxos de capitais exerceu pressões também sobre a taxa de câmbio do real, que se depreciou 27,25% setembro e dezembro de 2008. Entretanto, devido ao considerável volume de reservas e da posição ativa em dólares nas operações de *swaps* cambiais, que tornaram o governo credor líquido em moeda estrangeira, o país pode resistir melhor do que em outros momentos de crises cambiais. Nesta situação inédita, o setor público obteve lucros com a desvalorização cambial, que contribuíram para que a sua dívida líquida atingisse o menor patamar em termos históricos (36% do PIB em dezembro de 2008). (IEDI, 2009a)

Analisaremos agora a trajetória de três sub-contas principais: investimento estrangeiro direto, investimento estrangeiro em carteira e outros investimentos estrangeiros.

### **2.2.1 Investimento Estrangeiro Direto**

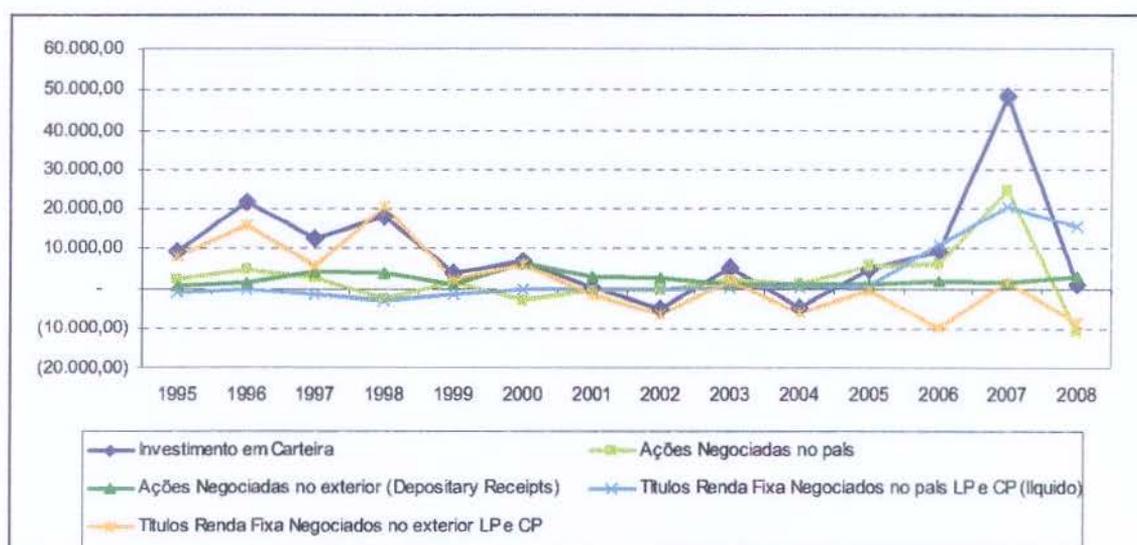
Desde 2003, os investimentos diretos externos (IDE) têm mantido um saldo positivo crescente. Apesar da crise, 2008 foi o ano com recorde de IED, fato explicado pelo perfil menos volátil dessa modalidade de capital estrangeiro, o qual depende de decisões passadas de produção e investimento. Dado o crescimento do país nos

últimos anos, essas decisões foram estimuladas, principalmente, pelas perspectivas de lucro nos setores produtores de commodities com alta cotação internacional e nas indústrias baseadas em recursos naturais, bem como pelo dinamismo do mercado interno (que favoreceu investimentos nas indústrias automobilística e de máquinas e equipamentos). Entretanto, esta trajetória não deve ser mantida em 2009, devido a fatores como a contração da atividade econômica nos países de origem das matrizes, o menor crescimento econômico doméstico e preços mais baixos das commodities. (IEDI, 2009c).

### 2.2.2 Investimento Estrangeiro em Carteira

O ciclo de liquidez internacional que parecia ter terminado em 2008 teve impacto diferenciado sobre as diferentes modalidades de investimento estrangeiro de portfólio no período 2003-2008 (ver Gráfico 6).

**Gráfico 6 – Investimento estrangeiro de portfólio – US\$ bilhões**



Fonte dados: Bacen. Elaboração Própria

A partir de 2003, dado o contexto de ampla liquidez do pós-crise, os investimentos estrangeiros no país foram atraídos pelas perspectivas de lucro no mercado acionário (principalmente das empresas produtoras de *commodities*, como siderúrgicas e mineradoras) e com a apreciação da taxa de câmbio, processo que se intensifica em 2005 e 2006, com pico em 2007.

Esses investimentos direcionaram-se em grande parte para o mercado primário, padrão diferente do observado durante o ciclo de liquidez dos anos 1990, quando praticamente a totalidade das aplicações foi canalizada para o mercado secundário. Além disso, ao contrário do que ocorreu entre 1998 e 2002, os investimentos de portfólio em ações no país superaram as aplicações em ações do país no exterior. Vale ressaltar novamente a importância da questão do risco cambial, pois o retorno dos fluxos de capitais para os países emergentes e a tendência de apreciação do real (associada, igualmente, à política monetária excessivamente restritiva vigente), trouxe investidores estrangeiros na busca por ganhos de capital decorrentes dessa tendência mediante aplicações no mercado acionário doméstico. (FREITAS & PRATES, 2008)

Os títulos de renda fixa negociados no país, que, até janeiro de 2006 mantiveram fluxos praticamente nulos, com a edição da MP281 em meados de fevereiro, que concedeu incentivos tributários aos investidores estrangeiros, essa modalidade apresentou uma recuperação significativa e praticamente instantânea. Segundo declarações oficiais, o objetivo do governo com essa MP seria estimular o aprofundamento do mercado de dívida pública interna, o alongamento dos prazos dos títulos e, assim, a formação de uma curva de rendimentos (*yield curve*) no país. (FREITAS & PRATES, 2008)

A modalidade de emissões líquidas de títulos de renda fixa no exterior apresentou um comportamento bem mais volátil, com fluxos negativos na maior parte do período. Algumas hipóteses podem ser levantadas para explicar esse comportamento:

"Como condicionante mais geral, o regime de câmbio flutuante, que desestimulou a demanda por endividamento externo ao implicar maior risco cambial e custo de hedge potencialmente mais elevado. Ademais, essa demanda também deve ter sido abalada pelas três crises cambiais que eclodiram num curto intervalo de tempo (1999, 2001 e 2002), pela percepção da dinâmica volátil do mercado financeiro internacional (caracterizada por mini-ciclos de *feast or famine*) e pelo ambiente de estagnação econômica que predominou nos últimos anos. Do ponto de vista das instituições financeiras, em momentos de elevado diferencial de juros e expectativa de valorização cambial, a alta rentabilidade das operações de arbitragem pode contrabalançar o menor apetite pela captação de recursos externos e estimulá-la, como ocorreu no primeiro semestre de 2003. Contudo, com a queda do chamado cupom cambial, essa rentabilidade diminuiu e os bancos passaram a quitar seu endividamento externo de curto prazo, contribuindo para as menores

taxas de rolagem e, assim, para a queda da dívida externa em 2004 e 2005. Além disso, a apreciação do Real desde 2004 certamente estimulou empresas e bancos a quitarem parte de seu endividamento externo. A contração do endividamento securitizado foi acompanhada pelo surgimento de novas modalidades de captação, viabilizadas pelo contexto de elevado apetite por risco." (PRATES, 2006, pag. 126-127)

Além das mudanças já citadas, FREITAS & PRATES (2008) ainda destacam o surgimento de uma nova modalidade de investimento estrangeiro de portfólio, cuja importância não é suficientemente demonstrada pela contabilidade do balanço de pagamentos, qual seja: as aplicações de não-residentes nos mercados de derivativos domésticos. Isso porque, dado que, no balanço, o ativo representa o que é possuído e o passivo o que é devido e, que estas operações são constituídas também de promessas e compromissos futuros, não podem ter um registro contábil no balanço e são registrados em contas especiais ditas "fora de balanço". Segundo elas, estimuladas pelo diferencial entre os juros externos e internos num contexto de ampla liquidez internacional e quedas sucessivas do risco-Brasil, essas aplicações tiveram grande crescimento nos últimos anos, sendo fundamentais no processo de apreciação do real no triênio 2004-2006.

Com a crise, entretanto, o saldo da conta dos investimentos estrangeiros de portfólio, que havia experimentado crescimento até então, foi fortemente afetado pela fuga de recursos do país. Os investimentos em ações no país tornaram-se negativos, em função da liquidação de posições dos investidores estrangeiros, influenciada pela deflação dos preços das commodities e aumento da percepção de risco cambial. Já as modalidades de investimento em renda fixa foram afetadas somente após o aprofundamento da crise, com destaque para a emissão de títulos no exterior, devido a não-renovação dos empréstimos no exterior na forma de *notes* e *commercial papers* e de títulos de curto prazo (papéis emitidos, respectivamente, pelas empresas não-financeiras e pelos bancos) no contexto de virtual paralisia dos fluxos de crédito no mercado internacional. O superávit ainda expressivo dos investimentos estrangeiros em títulos públicos no mercado doméstico (apenas 25% inferior ao recorde histórico de 2007) foi estimulado pelo aumento do diferencial entre os juros internos e externos – num contexto de reduções sucessivas da taxa de juros básica nos Estados Unidos e de elevação da taxa básica de juros brasileira – e pela evolução favorável do risco-país até

agosto, antes do agravamento da crise internacional. Assim, o resultado dessas modalidades no ano de 2008 como um todo revela que os principais canais de irradiação da crise sobre os investimentos estrangeiros de portfólio para o Brasil foram a liquidação de posições na Bovespa para compensar ou cobrir perdas em outros mercados e a forte retração do crédito securitizado (aquele captado mediante a colocação de títulos no exterior), que somente atingiu o Brasil e os demais países emergentes no último trimestre de 2008. Segundo o *Bank of International Settlements – BIS*, no terceiro trimestre, as captações totais no mercado internacional de títulos de dívida já tinham apresentado uma forte redução na comparação com o trimestre anterior (de cerca de US\$ 1 bilhão para US\$ 247 milhões), associada às emissões líquidas negativas por parte dos residentes nos países desenvolvidos (liderados pelos norte-americanos). (IEDI, 2009c)

### **2.2.3 Outros Investimentos Estrangeiros**

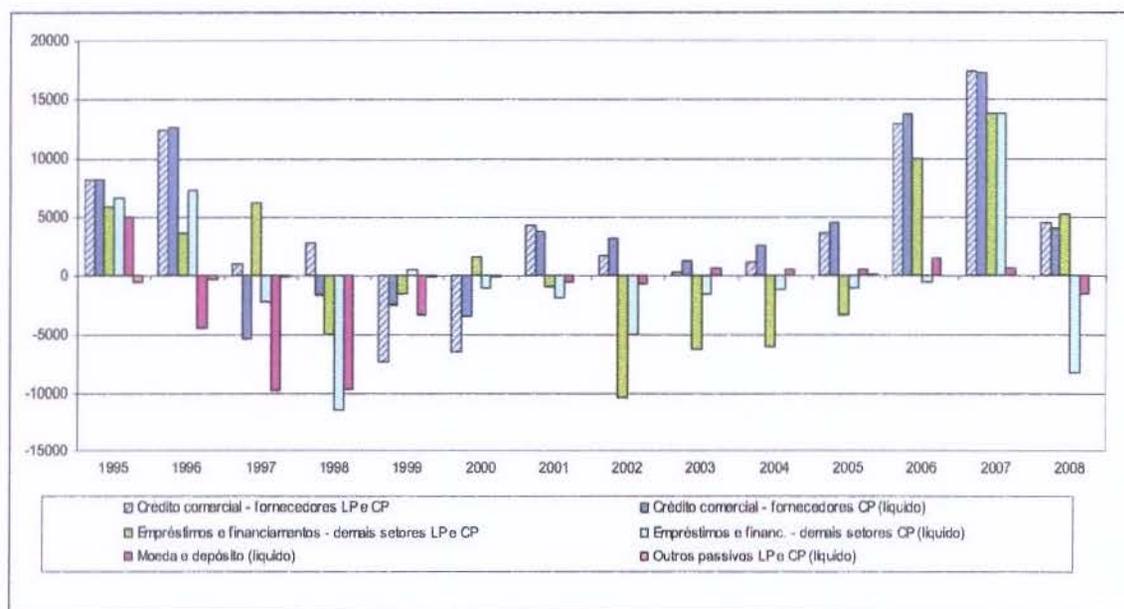
A captação líquida da rubrica outros investimentos estrangeiros apresenta uma variação positiva no resultado de 31% entre 2006 e 2007 e negativa de 74% entre 2007 e 2008. Entre 2004 e 2007, a elevação dos créditos de fornecedores contribuiu para os sucessivos aumentos nessa conta. Entretanto, entre 2006 e 2007, o principal responsável pelo aumento foi o salto registrado no ingresso líquido de empréstimos de curto prazo, que registraram US\$ 13,8 bilhões, representando 99,5% dos empréstimos estrangeiros.

O contexto de maior preferência pela liquidez e da aversão ao risco no mercado financeiro internacional após a falência do Lehman Brothers também afetou o resultado dos "Outros investimentos estrangeiros", no qual predominam os desembolsos de empréstimos e financiamentos, que apresentou queda de 74% em comparação com 2007. Isso porque esse contexto provocou uma virtual paralisia do mercado financeiro internacional e contaminou as demais formas de crédito externo de curto prazo, componente importante dessa conta.

Segundo estudo do IEDI (2007), antes da crise, a redução do ritmo de corte da taxa de juros básica pelo Banco Central e a continuidade da tendência de queda do risco-país no mercado internacional foram itens que estimularam os fluxos de capital, atraídos pelo diferencial de juros, principalmente os créditos de curto prazo (Gráfico 7). O aumento da contratação desses créditos que, como o próprio nome diz, envolve

empréstimos contratados no exterior por empresas exportadoras ou importadoras junto a fornecedores, pelos bancos foi reflexo da ampliação do diferencial entre os juros internos e o custo de captação dos tomadores residentes no exterior, sendo usados para aplicação no mercado financeiro interno e para a expansão da oferta de linhas de crédito comercial. Entretanto, em 2008, dado o congelamento do mercado internacional de crédito, esses fornecedores foram igualmente afetados, reduzindo a concessão desses créditos.

**Gráfico 7 – Outros Investimentos Estrangeiros**



Fonte Dados: Bacen. Elaboração Própria

Já os empréstimos e financiamentos de longo prazo recuperaram-se a partir do final de 2005, principalmente, devido ao crescimento dos empréstimos bancários sindicalizados. Em 2008, apesar da queda no total, essa conta não tornou-se deficitária, ao contrário do que ocorreu com os "Empréstimos e financiamentos – demais setores curto prazo". Esta rubrica refere-se à captação de linhas externas pelos bancos, seja para realizar operações de arbitragem de juros, seja para conceder empréstimos ao comércio exterior, e registrou elevado déficit em 2008, associado à impossibilidade de renovação dessas linhas. (IEDI, 2009c)

## 2.3 Conclusões

A evolução da conta de transações correntes e o cenário de estabilidade econômica vigente até a eclosão da crise em 2008 reforçaram a posição do país como pólo atrativo para investidores internacionais, com desdobramentos favoráveis quanto à aceitação das colocações internacionais de bônus e à redução nos diferenciais de taxas de juros. Em ambiente de possibilidade de melhoria do perfil dos passivos, as emissões de dívida em moeda nacional também foram favorecidas. A performance exportadora e a consistência das políticas fiscal e monetária contribuíram para consolidar a confiança dos investidores internacionais e favoreceram a acumulação de reservas internacionais. Ao reduzir a exposição a fatores externos, o ajuste verificado nas transações correntes do balanço de pagamentos permitiu administrar com significativo conforto a conta financeira. (BACEN, 2006).

Esse desempenho macroeconômico melhor deveu-se, em parte, também aos altos preços das commodities. O setor bancário mostrou capitalização adequada, melhora na qualidade dos ativos e crescente lucratividade. O grande risco financeiro origina-se justamente no setor externo, com a virada no preço das commodities e os efeitos do ajuste disruptivo nos desequilíbrios globais que podem ter resultado não só em declínio, mas também em uma reversão dos fluxos de capital para a região. (FMI, 2007)

A unificação dos mercados de câmbio em março de 2005 significou a flexibilização das saídas de capitais pelos residentes e, assim, ampliou potencialmente a mobilidade da riqueza financeira aplicada em títulos de dívida pública de curto prazo; indicando talvez, uma nova dimensão da vulnerabilidade externa. (PRATES, 2006)

A aparente maior resistência observada no mercado brasileiro de títulos nos últimos anos refletiu mais as condições favoráveis dos mercados internacional e local, do que uma melhora genuína. A redução da inflação, a consolidação fiscal, o controle da dívida e a mudança para um regime de câmbio flexível tiveram impacto positivo na imagem do mercado brasileiro para os investidores. Entretanto, esses mesmos investidores ainda relutam em comprometer seu capital por longos períodos e a taxas fixas.

Prova disso é o comportamento dos fluxos de capitais durante o último ciclo de liquidez, com reflexo tanto no volume como na composição do passivo externo da

economia brasileira. Chama a atenção tanto o crescimento desse passivo como a mudança na sua composição. Esse crescimento decorreu do ingresso líquido de investimentos externos diretos e de portfólio, que ampliaram os estoques de ativos produtivos e financeiros detidos pelos não-residentes no Brasil. A apreciação da moeda doméstica desde 2003 contribui, igualmente, para essa ampliação, já que esse estoque é contabilizado em dólares. No caso dos investimentos de portfólio, a valorização das ações negociadas na Bovespa atuou no mesmo sentido. (PRATES, 2006)

Há, portanto, uma vulnerabilidade do país a eventos externos fora do seu controle, que cresce com o peso dos capitais voláteis, fortemente influenciados pelo que ocorre nos mercados financeiros internacionais e com movimentos especulativos, independente das políticas internas. Esta volatilidade, por sua vez, afeta variáveis domésticas como o câmbio e os juros – explicitando a relação do país com o que ocorre no exterior. Pode-se constatar a alta volatilidade apresentada pela conta financeira, volatilidade que, por sua vez, gerou impactos importantes sobre preços estratégicos, como taxas de juros e câmbio domésticos – situação enfrentada inclusive em momento de alta liquidez internacional e forte superávit em transações correntes. Nesses momentos, apesar da liquidez mais farta, observa-se a resistência da taxa básica à queda, o que mostra receio do Governo com relação à possibilidade de fugas abruptas de capitais ou desvalorização cambial com pressão sobre os preços se os capitais reduzirem a entrada. (CORREA, 2008)

A volatilidade dos fluxos de capital é diferente em seus segmentos, maior no de outros investimentos e nos investimentos em carteira do que nos investimentos diretos, além de reversões significativas em todos os segmentos quando da ocorrência de crise. Nesse sentido, os fluxos de capital trazem, em geral, benefícios para a economia nacional, mas podem também piorar a situação econômica do país em tempos de crise.

## **CAPÍTULO 3**

### **Vulnerabilidade externa: estudo comparativo entre os países emergentes selecionados**

#### **Introdução**

Após analisar os dados da vulnerabilidade externa brasileira de maneira isolada, é fundamental estudar como as tendências e as trajetórias observadas se colocam quando confrontadas com as de outros países emergentes. Dessa maneira poderemos avaliar a posição em que o Brasil se encontra diante de economias semelhantes, comparando não só a evolução, mas também os patamares em que estão os indicadores.

Foram selecionados 6 países para esta comparação. Por sua importância e, como não podia deixar de ser, entraram neste estudo os países do BRIC – Brasil, Rússia, Índia, China, além de Turquia, Indonésia e Coréia do Sul. Estes últimos possuem elevado grau de abertura, assim como o Brasil, e, nos aspectos relevantes para a análise que será feita, são muito parecidos com nosso país, principalmente a Turquia.

Antes de começarmos a análise propriamente dita, é preciso definir os conceitos utilizados na elaboração dos índices. As informações quantitativas necessárias para o cálculo destes indicadores não são encontradas de uma mesma forma para os diferentes países. Pelo contrário, há grande diversidade na maneira como são apresentadas, cada país organiza e divulga estatísticas de uma maneira. Assim, alguns itens específicos dos indicadores apresentados no capítulo anterior não foram encontrados nos demais países, o que levou à necessidade de alguns ajustes para que esse estudo pudesse ser realizado. As adaptações necessárias serão apresentadas nas devidas seções, esclarecendo-se fórmulas e definições utilizadas na elaboração dos indicadores. Vale ressaltar também que, devido a essas mudanças, os indicadores brasileiros foram recalculados para que a comparação ocorresse sempre na mesma base.

As principais fontes de dados foram os respectivos bancos centrais dos países selecionados. Entretanto, devido à limitação ou desatualização dos dados em alguns

deles, a base de dados do International Financial Statistics (IFS) do FMI foi usada como suporte para a informação que não estava disponível.

### **3.1 Vulnerabilidade externa de longo-prazo: análise comparativa dos indicadores de solvência**

#### **3.1.1 Notas metodológicas**

Temos como ponto de partida os indicadores elaborados para o Brasil, os quais, no que se refere à solvência, são quatro. Considerando que o denominador (exportações – valor acumulado nos últimos 12 meses) é o mesmo para todos, as explicações se restringirão aos conceitos das modalidades de dívida externa utilizadas.

O estoque de dívida externa pública é formado pela diferença entre a dívida externa pública e as reservas internacionais, sendo a dívida pública o resultado da soma entre a dívida pública registrada e a dívida pública de curto prazo. O estoque de dívida externa privada, por sua vez, é o resultado da diferença entre a dívida privada e os ativos externos privados. Neste caso, enquanto a dívida privada é formada pela soma da dívida privada registrada e da dívida privada de curto prazo, os ativos externos resultam da soma entre os haveres de bancos comerciais no exterior e os créditos brasileiros ao exterior. A dívida externa líquida é uma combinação entre o que foi apresentado anteriormente, sendo resultado da diferença entre a dívida externa total e os ativos externos, compostos pela soma das reservas internacionais, dos haveres dos bancos comerciais no exterior e dos créditos brasileiros ao exterior.

O passivo externo líquido é o indicador mais amplo e importante na análise, sendo resultado da diferença entre o estoque de passivo externo bruto e o de ativos externos. O conceito de passivo externo bruto aqui utilizado é definido pela soma do estoque da dívida externa total, do investimento externo direto e do investimento de portfólio. É importante ressaltar que enquanto o investimento externo direto aqui considerado envolve apenas os empréstimos intercompanhias e a participação no capital, o investimento de portfólio é formado pelas ações brasileiras no país e no exterior. (PRATES, 2003)

Considerando a dificuldade em encontrar as contas do setor externo dos outros países nesse nível de detalhamento, foi preciso expandir os conceitos. Dessa maneira, para o estudo comparativo, teremos três outros indicadores de solvência. O "solvência

1" explicita a relação entre dívida externa total e o valor acumulado nos últimos 12 meses das exportações; o "solvência 2" é obtido pela divisão entre a posição líquida dos investimentos internacionais, ou *International Investment Position* (IIP), e as exportações; e no "solvência 3" excluimos da posição líquida dos investimentos internacionais o investimento direto externo (IDE).

$$\text{Solvência 1} = \frac{\text{Dívida Externa Total}}{\text{Exportações}}$$

$$\text{Solvência 2} = \frac{\text{IIP}}{\text{Exportações}}$$

$$\text{Solvência 3} = \frac{\text{IIP} - \text{IDE}}{\text{Exportações}}$$

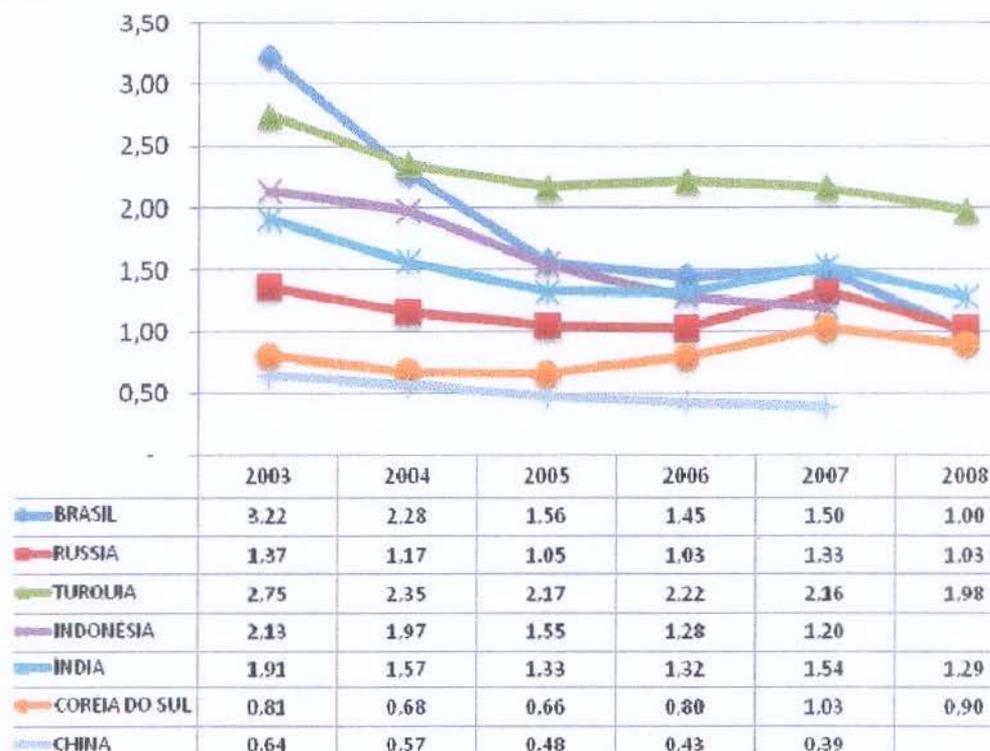
É importante ressaltar que, dada a maneira como os indicadores foram construídos, mostrando a relação entre passivos e ativos externos, temos situações em que quanto maior o valor calculado para o indicador, pior a situação do país.

### 3.1.2 Os indicadores de solvência

O indicador "solvência 1" (Gráfico 8) indica a vulnerabilidade externa associada à dívida externa de cada país. Desde 2004, a Turquia é o país que apresenta a pior situação nesse indicador, ficando, em média, com uma relação de quase 2,5 vezes entre dívida externa e posição acumulada das exportações. Apesar de apresentar dados incompletos, podemos dizer que o país com melhor indicador é a China, devido, principalmente, ao enorme volume de exportações deste país, uma vez que, apesar de seu endividamento externo ser um dos maiores, as exportações mais do que compensam esses valores. Seria interessante analisar o resultado chinês em 2008, uma vez que suas exportações devem ter sofrido impacto significativo durante a crise, entretanto esses dados não foram encontrados nas bases pesquisadas. O site do Banco Central Chinês não apresenta dados atualizados ou no formato necessário para este estudo, então, para esse e todos os outros indicadores, foram usados os dados disponíveis no FMI, os quais estão incompletos, mas nos ajudam a ter uma idéia do comportamento do setor externo da China. O único país que apresenta trajetória

ascendente constante do indicador é a Coréia do Sul, sem que isso piore sua colocação entre os demais países, ou seja, mesmo com crescimento, ela não atinge patamar elevado. Lembrando que, quanto mais alto o indicador, pior a situação de solvência.

**Gráfico 8 – Indicador de solvência: Solvência 1**



Fonte Dados: Bancos Centrais e IFS. Elaboração Própria

É preciso então analisar a posição do Brasil entre estes países. Apesar da queda do indicador ao longo dos anos, fator já constatado anteriormente, vemos que em 2008, o país está atrás apenas da Turquia e da Índia, ficando quase no mesmo nível da Rússia. Apesar também de essa queda ser mais acentuada no Brasil do que nos demais países, é possível observar que todos os eles, com exceção da Coréia do Sul, apresentaram queda no indicador entre os anos analisados. Assim, podemos concluir que há uma tendência geral de queda, o que insere o comportamento brasileiro em um movimento geral dos principais países emergentes. Mais uma prova desse comportamento comum, é que, em 2007, praticamente todos os países apresentaram ligeiro aumento nos indicador. No último ciclo de liquidez, devido à abundância de recursos e aquecimento dos mercados globais, os países emergentes puderam diminuir

sua dependência de capital externo para se financiar ao aumentar seus rendimentos no exterior, o que ocorreu, principalmente, por meio do aumento das exportações. Apenas no Brasil houve queda da dívida externa, o que o destaca dos demais emergentes de uma maneira positiva. Nos outros países o que se vê é aumento da dívida externa, mas um aumento ainda maior das exportações.

O indicador “solvência 2” (Gráfico 9) mostra a relação entre a posição líquida do passivo externo de investimento (passivo – ativo) e as exportações. Coréia, China e Índia encontram-se mais ou menos no mesmo patamar, entre 0 e 1, ou seja, tem valor das exportações maior do que o passivo externo líquido. A Turquia é o país com o segundo maior nível de vulnerabilidade, perdendo apenas para o Brasil e apresentando trajetória constante de crescimento. A Rússia apresenta a melhor posição nesse indicador, chegando à vulnerabilidade negativa em 2008. Com relação à Índia, há uma ressalva a ser feita no que se refere a este e ao próximo indicadores. Os dados do banco central do país com relação à IIP (*International Investment Position*) estavam disponíveis apenas a partir de 2005. Assim, para os anos anteriores, tivemos que recorrer aos números do FMI.

**Gráfico 9 – Indicador de solvência: Solvência 2**



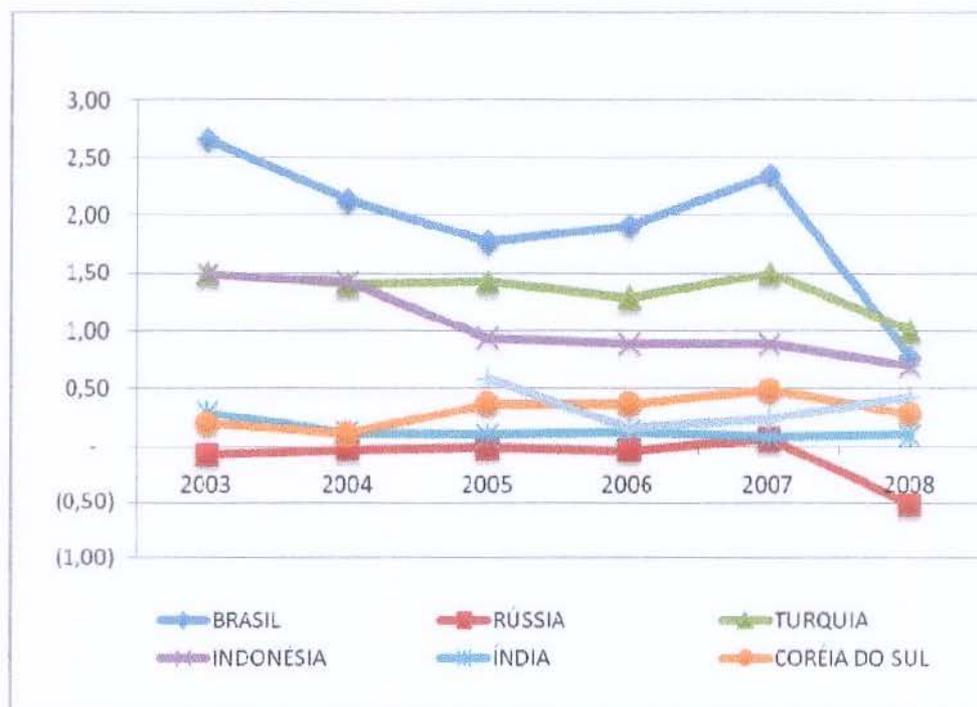
Fonte Dados: Bancos Centrais e IFS. Elaboração Própria

Até 2006, o Brasil andava na contramão dos demais países, pois apresentou trajetória descendente, enquanto o movimento geral era de alta. Apesar disso, manteve-se com a maior vulnerabilidade durante todo o período, chegando ao mesmo nível da Turquia, segunda colocada, apenas em 2008. É importante ressaltar que, em 2008, ao contrário do que se imaginava, houve queda brusca do indicador em muitos países. Nesse sentido o Brasil foi afetado positivamente, pois com a grande saída de capital do país o nível de ativos externos ficou mais próximo ao de passivos externos. Os outros países, principalmente aqueles com menor grau de abertura financeira, não sofreram impacto tão grande nesse indicador.

O terceiro e último indicador de solvência (Gráfico 10) explicita justamente o que acabamos de falar sobre o impacto da movimentação na conta de investimento em carteira. Esse indicador exclui da posição líquida de investimento internacional o investimento externo direto líquido, que, em conjunto com o investimento em carteira forma a maior parte do investimento internacional. Podemos observar que a Rússia é o país menos suscetível, no longo-prazo, à movimentação do capital especulativo, pois

apresenta valor do indicador próximo de zero durante todo o período. Isso porque, ao excluirmos o IDE do indicador, aumentamos o peso das reservas internacionais no IIP. As reservas internacionais da Rússia passaram de US\$ 478 bi em 2008, valor possível, provavelmente, devido às exportações de petróleo e gás natural, que constituem a maior parte das exportações deste país.

**Gráfico 10 – Indicador de solvência: Solvência 3**



Fonte Dados: Bancos Centrais e IFS. Elaboração Própria

Aqui o Brasil também se destaca como o país mais vulnerável, perdendo a posição para a Turquia apenas em 2008. O câmbio serviu como variável de ajuste, fazendo com que o grande volume de saída de capital não tivesse impacto muito significativo nas reservas internacionais, principalmente com relação ao que ocorreu nos demais países. Além disso, a exemplo do que ocorreu no Brasil, as exportações destes países não foram duramente afetadas pela retração de demanda das economias avançadas. Tal fato pode tanto ter um caráter positivo, indicando menor dependência dos emergentes com relação às economias avançadas, quanto negativo, vide a deterioração da pauta exportadora brasileira. Seria interessante também analisar essas

inter-relações para analisar o real impacto de longo-prazo da crise nestes países, o que, entretanto, foge do escopo deste trabalho.

## **3.2 Vulnerabilidade externa de curto-prazo: análise comparativa dos indicadores de liquidez**

### **3.3.1 Notas metodológicas**

No caso da liquidez externa, foram três os indicadores elaborados nas seções anteriores: um tradicional, um utilizado pela *Standard & Poors* e um que considera o utilizado pela *Standard & Poors*, mas acrescenta a ele o investimento de portfólio.

O indicador tradicional relaciona o passivo externo de curto prazo com as reservas internacionais, sendo esse passivo externo formado pela soma do estoque da dívida externa de curto prazo com o valor de carteira dos investimentos de portfólio. Os outros dois indicadores são mais amplos, uma vez que utilizam o conceito de necessidade bruta de financiamento externo (NBFE). Enquanto o indicador utilizado pela *Standard & Poors* equivale à razão entre a NBFE e as reservas internacionais, o terceiro indicador soma às NBFE o estoque de investimento de portfólio. As NBFE equivalem à soma do déficit em transações correntes, com o principal vencível da dívida externa de médio e longo prazo e o estoque da dívida de curto prazo. (PRATES, 2003).

Na adaptação desses indicadores para o estudo comparativo em âmbito internacional, definimos três denominações diferentes: “liquidez 1”, “liquidez 2” e “liquidez 3”. O “liquidez 1” corresponde à relação entre NBFE e reservas internacionais, com apenas duas diferenças. Para o serviço da dívida (principal vencível de médio e longo prazo), foram utilizados dados anuais acumulados, encontrados no IFS (*International Financial Statistics*) e, em lugar de usar apenas as reservas internacionais em moeda estrangeira, passamos a considerar o total dos ativos de reserva internacional, o que também ocorre nos demais indicadores. O “liquidez 2” corresponde ao NBFE + portfólio, sendo que o valor do investimento em carteira é tirado do passivo da posição internacional de investimento, no lugar do valor de carteira primeiramente utilizado. Por último, temos o “liquidez 3”, o qual corresponde exatamente à descrição dada com relação ao indicador tradicional.

$$\text{Liquidez 1} = \frac{\text{Estoque Div. CP} + \text{Investimento Portfólio}}{\text{Reservas Internacionais}}$$

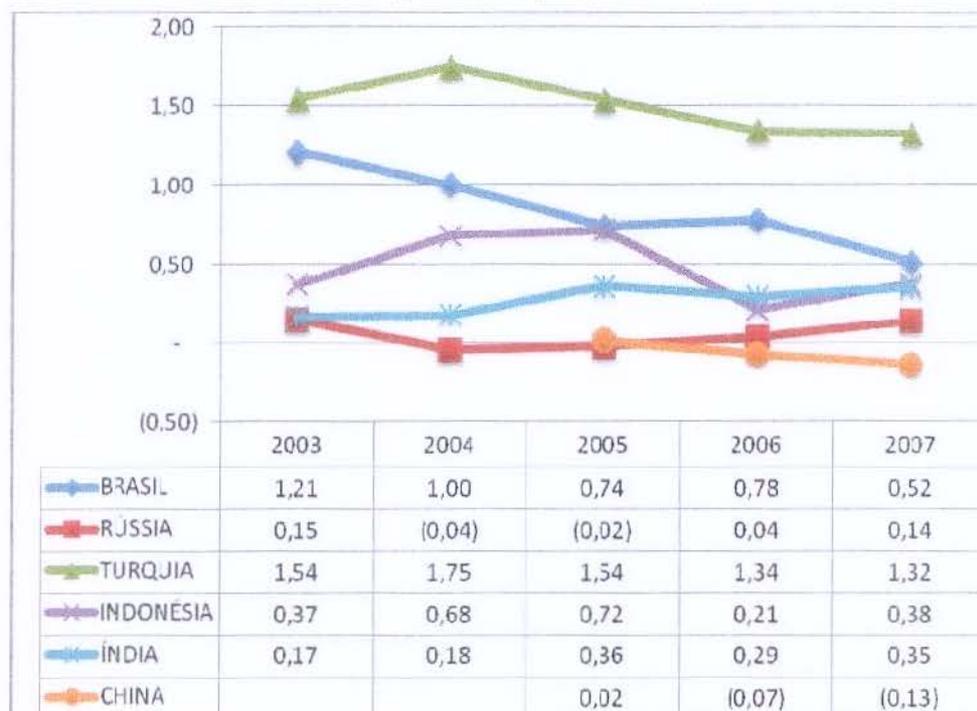
$$\text{Liquidez 2} = \frac{\text{Serviço da Dívida} + \text{Estoque Div. CP} - \text{Saldo Transações Correntes}}{\text{Reservas Internacionais}}$$

$$\text{Liquidez 3} = \frac{\text{Serviço da Div.} + \text{Estoque Div. CP} - \text{Saldo Trans. Correntes} + \text{Invest. Portfólio}}{\text{Reservas Internacionais}}$$

### 3.3.2 Os indicadores de liquidez

O indicador "liquidez 1" (Gráfico 11) considera a NBE na quantificação da liquidez internacional. A primeira coisa a se notar é que não há uma tendência uniforme entre os países. Enquanto Turquia, Brasil e China apresentam melhora ao longo dos anos, Rússia e Índia pioram e a Indonésia apresenta trajetória inconstante. Devido ao fato de os dados disponíveis a respeito do serviço da dívida, a Coreia do Sul não foi considerada neste indicador. Fora a Turquia, todos os países apresentam nível do indicador menor do que 1, o que significa, na maioria dos casos, que o saldo em transações correntes e as reservas internacionais são suficientes para fazer frente às necessidades de capital externo.

**Gráfico 11 – Indicador de liquidez: Liquidez 1**

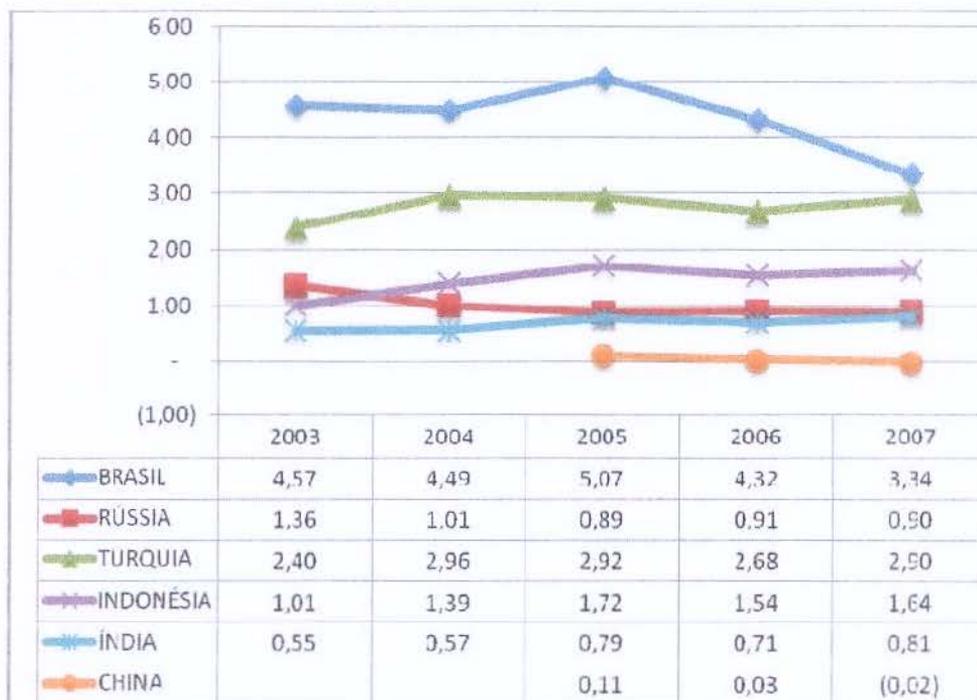


Fonte Dados: Bancos Centrais e IFS. Elaboração Própria

No caso específico brasileiro, devemos ressaltar que foi o país que apresentou maior melhora ao longo dos anos. Esse movimento, no entanto, não foi suficiente para deixá-lo em melhor posição entre os países selecionados, pois continua atrás apenas da Turquia. Por outro lado, essa trajetória de queda não é vista nos outros países, pelo menos não de maneira tão acentuada, o que nos leva a acreditar que o Brasil tem feito um trabalho melhor do que os outros emergentes no que se refere à redução dessa medida de vulnerabilidade de curto prazo. Dado o peso das variáveis que entram neste cálculo, podemos dizer que o esforço de acúmulo de reservas tem aumentado em ritmo acelerado para fazer frente ao investimento de portfólio. Rússia e Índia são os países que apresentaram trajetória de crescimento do indicador ao longo dos anos. Em ambos os casos, o principal motivo dessa piora é o aumento nos estoques da dívida de CP e no serviço da dívida. Entre 2003 e 2008, a Rússia aumentou seu endividamento externo total em 160%, enquanto a Índia apresentou aumento de 105%. A Índia apresenta ainda um agravante: a partir de 2005 passou a ter déficit em transações correntes.

Quando incorporamos o investimento em carteira, a situação muda de figura - o que pode ser visto no indicador "liquidez 2" (Gráfico 12). O Brasil volta a figurar como o país mais vulnerável, sendo que em 2007 e 2008 foi o país com maior volume de investimento externo de portfólio, volume esse comparável apenas ao da Coreia do Sul. Esta, por sua vez, pelo mesmo motivo colocado no indicador anterior, também não aparece neste. Além disso, o ano de 2008 também teve que ser excluído da análise pelo mesmo motivo: a falta de informação sobre o serviço da dívida para todos os países.

**Gráfico 12 – Indicador de liquidez: Liquidez 2**

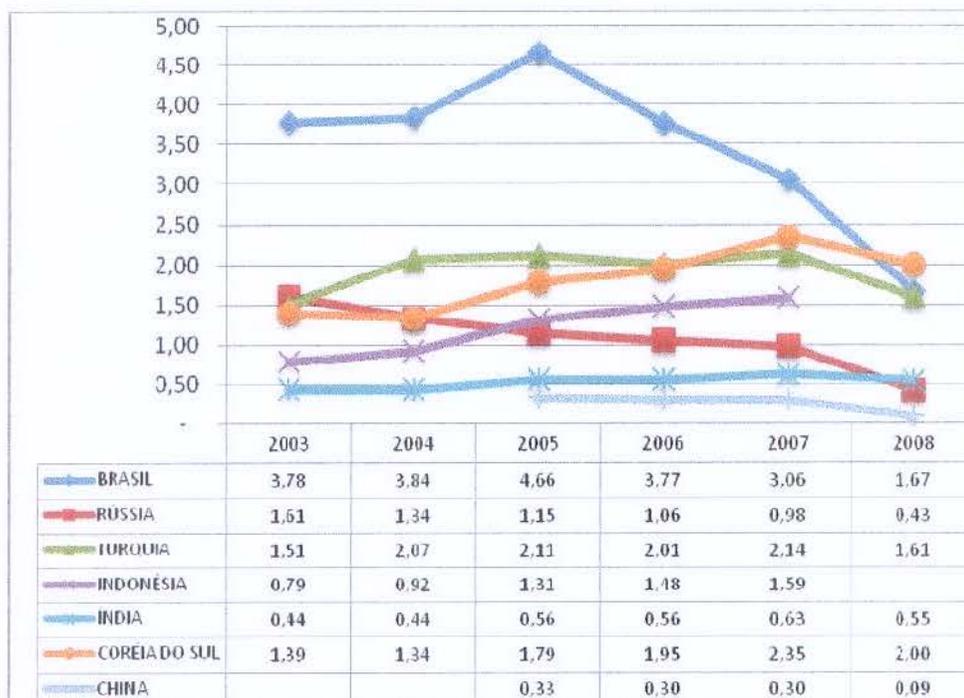


Fonte Dados: Bancos Centrais e IFS. Elaboração Própria

Ainda com relação à disponibilidade de dados, devemos fazer ressalvas específicas a respeito de dois países. No caso da Rússia, os dados do estoque da dívida de curto-prazo não estavam completos no site de seu banco central, então, para o ano de 2003, foi preciso recorrer ao FMI. Para a Índia, dados do FMI foram utilizados no caso do investimento de portfólio e reservas internacionais dos anos de 2003, 2004 e 2005.

O último indicador de curto-prazo, o "liquidez 3" (Gráfico 13), revela o nível de vulnerabilidade externa a partir de sua medida convencional, ou seja, a partir do passivo externo. Por considerar apenas o estoque da dívida de curto-prazo e o total do passivo do investimento em carteira e, dado o grande peso deste último nessa conta, esse indicador evidencia a suscetibilidade aos fluxos de capital especulativo.

**Gráfico 13 – Indicador de liquidez: Liquidez 3**



Fonte Dados: Bancos Centrais e IFS. Elaboração Própria

Dado o que foi analisado nos indicadores anteriores, já era de se esperar que o Brasil fosse o país com maior vulnerabilidade também nesse indicador. Entretanto e novamente, é também o país que apresenta maior queda ao longo dos anos, sendo que, em 2008, perdeu a posição de maior vulnerabilidade. Se não fosse a Rússia, seria o único país a apresentar esse tipo de trajetória. Isso mostra que o Brasil tem, ao longo dos anos, conseguido administrar melhor seus ativos e passivos externos de curto-prazo e tudo indica que essa relação continuará melhorando. Aqui, entretanto, devemos tentar separar o que é tendência e o que é reflexo da crise. A tendência de queda vem desde 2005 e está diretamente ligada ao acúmulo de reservas. A queda forte em 2008 é reflexo da crise e consequência da saída do país de fluxos de portfólio. Com a volta

desses fluxos de maneira muito forte, a tendência é que o indicador volte ao patamar pré-crise para então recomeçar sua trajetória de queda em um ritmo mais lento do que o de 2008.

### **3.4 Conclusões**

Desde os anos 70, a economia brasileira apresenta propensão a acumular excessiva vulnerabilidade a choques externos, em larga medida por causa do envolvimento com os mercados internacionais de capital que atravessaram, nesse período, fase de extraordinária expansão. Não foram todas as economias em desenvolvimento que acumularam desequilíbrios externos acentuados e se expuseram da mesma forma aos movimentos internacionais de capital. Países como a China e a Índia souberam mantiveram sob controle as suas contas externas e evitaram depender de forma exagerada de recursos estrangeiros. A forma e a intensidade da inserção de cada economia dependem, como sempre acontece, de escolhas e estratégias nacionais. Assim, no geral, o Brasil está sempre à frente dos demais, com níveis altos dos indicadores, pois parte de níveis elevados, devido à maneira como ocorreu sua inserção no mercado financeiro internacional. Se no que se refere à vulnerabilidade externa de longo-prazo o desempenho brasileiro não se destaca dos demais países emergentes, a boa notícia é que, no curto prazo, sua trajetória, além de distinta, é muito melhor do que a dos demais. A distância entre eles, portanto, tem diminuído ao longo dos anos e o futuro parece favorável ao nosso país.

Vale ressaltar que a análise desses indicadores revela a vulnerabilidade externa do ponto de vista de estoques, principalmente. Entre 2003 e 2008 o que se viu entre os emergentes em geral foi um forte crescimento das exportações, superávit generalizado em conta corrente e brutal acúmulo de reservas, fatos esses fortemente influenciados pela alta dos preços de commodities observada durante estes anos. O otimismo em relação aos emergentes tornou-se crescente, principalmente com relação às perspectivas de lucratividade. O que se vê é um aumento constante de fluxos de capital para esses países, tanto de longo como de curto-prazo. Assim, na análise de suscetibilidade a choques externos, não se pode considerar apenas os estoques referentes ao setor externo, nos países com câmbio flutuante, por exemplo, a questão cambial é fundamental. Durante a crise, o efeito-contágio da crise atingiu todas as

moedas emergentes de forma praticamente indiscriminada. Dessa maneira, a desvalorização do câmbio permitiu que os países mantivessem as reservas internacionais, componente de quase todos os indicadores, em níveis elevados. Além disso, era de esperar que as exportações sofressem grande impacto negativo, o que, como visto, não aconteceu.

Os indicadores aqui analisados, portanto, revelam apenas uma perspectiva da vulnerabilidade, qual seja, aquela ligada aos fluxos de capital externo. Muitas outras variáveis devem ser levadas em conta para se ter um estudo que revele a real vulnerabilidade externa dos países emergentes.

## CONCLUSÕES

Entre 2003 e 2008, os países emergentes, de maneira geral, reduziram suas dívidas externas; abandonaram o regime de câmbio fixo; reforçaram seus sistemas bancários; aprenderam a conviver com o "pecado original", evitando se endividar na moeda de outros países; e reduziram sua exposição ao risco de câmbio. No Brasil, a combinação de uma política monetária que manteve a inflação em declínio com o cumprimento das metas dos superávits primários; com a queda da dívida externa; e com a acumulação de reservas, contribuiu para o fortalecimento do país como um todo.

As discussões que envolvem a vulnerabilidade externa estão longe de chegar a um fim ou a um consenso. A mudança do caráter qualitativo, entretanto, é evidente. O desafio torna-se então a análise quantitativa da questão. Neste trabalho foi feita uma tentativa nesse sentido, não só buscando avaliar o Brasil, mas também tentando contextualizá-lo entre os demais países emergentes.

O que se procurou mostrar neste trabalho é que o Brasil, apesar da melhora vista ao longo dos anos, não está tão perto de eliminar sua vulnerabilidade externa quanto se possa imaginar. Se considerarmos fatos novos e, até mesmo, iminentes, essa situação se altera. É preciso, na análise da vulnerabilidade externa para os próximos anos, considerar fatores como a viabilização da extração de Petróleo no Pré-Sal, o que irá acelerar o processo de diminuição da vulnerabilidade, podendo, inclusive, haver eliminação da mesma. Tendo como base o cenário atual e os critérios aqui utilizados, o Brasil não está claramente melhor que os demais emergentes, mas está progredindo.

Não podemos esquecer também que atualmente há certa euforia com relação ao Brasil, o que traz enorme quantidade de recursos para o país. Ao sair da crise relativamente bem, o Brasil tem grandes chances de se consolidar como uma fronteira de crescimento e investimento ao lado de Índia e China. Com um mercado interno forte, solidez do mercado financeiro e inflação controlada, a economia brasileira apresenta de fato um enorme potencial. Enquanto isso a Europa continua estagnada e há ainda muita incerteza quanto à possível recuperação no Japão e Estados Unidos. Isso sem contar, é claro, a Copa do Mundo em 2014 e as Olimpíadas no Rio de Janeiro em 2016, o que com, certeza, também chama a atenção dos investidores, interesse esse comprovado pela forte apreciação cambial e a impressionante alta da Bolsa em 2009.

Apesar da perspectiva de um futuro próspero, a grande volatilidade dos investimentos em carteira demanda um estudo mais aprofundado. O movimento expressivo causado pela crise e, depois, na recuperação suscita novamente uma discussão sobre os controles de capitais e se não seria o momento de finalmente adotá-los. O governo brasileiro parece ter se convencido que acumular de maneira descontrolada essas entradas de capital volátil é perigoso. Não apenas por conta da possibilidade de reversão abrupta, mas principalmente por conta dos efeitos sobre a taxa de câmbio. O maior exemplo disso é o primeiro passo dado na direção da colocação de controles de capital no mês passado, por meio da taxa de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre a entrada de capital estrangeiro para investimentos em renda fixa e variável. A alíquota, de 2%, é cobrada apenas na entrada do dinheiro, e não há diferença entre recursos de curto e de longo prazo. Com essa medida, fica claro que não estamos mais diante de escassez de recursos, mas sim de abundância, a qual precisa ser administrada, no sentido de evitar excesso de especulação na bolsa de valores e no mercado de capitais.

Em 2009, devido a esses movimentos do capital estrangeiro, o que se vê é a exagerada apreciação do câmbio. A médio prazo, o grande risco que corremos é uma excessivo fortalecimento do Real que possa trazer de volta os problemas do endividamento externo e déficits em conta corrente do passado. Além disso, o câmbio sobrevalorizado desencadearia dinâmicas explosivas de importação e atrapalharia muito nosso desempenho exportador e produção industrial.

O fato de os indicadores, principalmente os brasileiros, terem apresentado grande melhora durante a crise em 2008 e piora em 2009, quando a situação começa a melhorar também exige um pouco mais de reflexão sobre as variáveis envolvidas. Enquanto os passivos externos apresentaram grande queda, os ativos externos pouco sofreram em termos de valores. As reservas internacionais e as exportações mantiveram em patamares elevados, mas como? As respostas a essa pergunta revelam desdobramentos importantes desse processo.

Como ficou claro nas seções anteriores, no Brasil, foi possível manter altos volumes de exportações devido a uma acentuação no ganho de importância dos produtos básicos ante os manufaturados, movimento iniciado ainda antes da crise.. As

conseqüências dessa mudança, entretanto, são totalmente discutíveis. Seria interessante, talvez, a construção de um novo indicador que, de alguma maneira, separe a receita de exportações de manufaturados e commodities, de forma que pudesse ser observada a mudança da pauta em favor de um ou de outro conjunto de produtos. A receita de exportação com commodities, no que se refere à solvência (longo prazo) seria menos garantida, menos estável, já que sujeita aos ciclos de preços desses produtos, indicando assim uma maior vulnerabilidade. Já a receita de exportação de manufaturados indicaria o contrário, pois seus preços apresentam menor volatilidade com relação ao cenário internacional, por não serem definidos apenas pela demanda mundial, mas também por seu valor agregado.

Ligado a esse fator, temos também a manutenção de grandes acúmulos de reservas internacionais. Era de se esperar que, em condições adversas, essas reservas fossem consumidas, aumentando o grau de vulnerabilidade externa dos países emergentes. Entretanto se, por um lado e em geral, o superávit na balança comercial manteve-se positivo, por outro a grande saída de capitais expressou-se em significativa desvalorização do câmbio.

De acordo com os indicadores aqui utilizados, a acumulação de passivos externos na forma de investimentos de portfólio em ações e renda fixa no país, mais do que representar uma tendência exclusivamente positiva, também podem ser lidos como um aumento da vulnerabilidade externa (de curto ou de longo prazos) a movimentos de reversão desses mesmos capitais. Por isso, o paradoxo mostrado pelos índices: quanto mais “melhoram” as entradas de capital, “mais vulnerável”, em um certo sentido, fica o país.

De qualquer maneira, o importante é rever o engajamento com os mercados financeiros externos e a dependência em relação a determinados tipos de capitais estrangeiros. Após um breve período de restrição, o momento é de abundância, o que nos permite selecionar melhor os capitais que absorvemos. Devemos aproveitar para reduzir nossa suscetibilidade aos capitais especulativos, mais voláteis e de curto prazo e incentivar os de longo prazo, principalmente IDE que não necessariamente são ruins. A política anticíclica do governo foi importante para tirar o país da crise e agora será fundamental para evitar excessos. É preciso tomar cuidado para que o ciclo que está se

formando não seja ainda maior do que existia no pré-crise, entre 2007 e 2008. Assim o Brasil poderá voltar a crescer com segurança, ampliando a autonomia nacional e a capacidade de decidir o seu futuro.

## BIBLIOGRAFIA:

AMANTE, André; ARAUJO, Márcio; JEANNEAU, Serge - The search for liquidity in the Brazilian domestic government bond market, BIS Quarterly Review, junho/2007. Acessado em: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0706h.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0706h.pdf). Último acesso: 22/06/2008

BACEN - Relações Econômico Financeiras com o Exterior, Relatório Anual, capítulo 5. 2006. Acessado em: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2006/rel2006cap5p.pdf>. Último acesso: 10/06/2008

BIANCARELI, André M. - Países Emergentes e Ciclos Internacionais, Política Econômica em Foco, n.7, nov./2005-abr./2006 (seção III), boletim do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp. Campinas, 2006. Acessado em: [http://www.eco.unicamp.br/Downloads/publicacoes/cecon/boletim7/Secao III Andre.pdf](http://www.eco.unicamp.br/Downloads/publicacoes/cecon/boletim7/Secao%20III%20Andre.pdf). Último acesso: 22/06/2008

BIANCARELI, André M. - Relatório 1. Globalização Financeira, integração e ciclos de liquidez, Sub-projeto II. Abertura, financiamento externo e sistema financeiro doméstico. Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Campinas, 2007a.

BIANCARELI, André M. Integração, Ciclos e Finanças Domésticas: o Brasil na Globalização Financeira. Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas. Campinas, Instituto de Economia. Campinas, 2007b.

CANETTI, Elie - Emerging Market Financing Flows, Annex 1.1 in Global Financial Stability Report, Setembro/2006. Acessado em: <http://emis.fpo.go.th/Economics%20Library/GFSR%20Sept06-3%20->

[%20CH1%20Assessing%20Global%20Financial%20Risks.pdf](#). Último acesso: 22/06/2008

CORREA, Vanessa Petrelli; MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg; BIAGE, Milton. Vulnerabilidade de Mercado x Vulnerabilidade de País: a volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil e a continuidade da instabilidade, 2008. Acessado em:

<http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807211150260-.pdf>

Último acesso: 25/09/2009

FILGUEIRAS, Luiz; GONÇALVES, Reinaldo - A Economia Política do Governo Lula. Rio de Janeiro: Editora Contraponto, 2007.

FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, D. M.. Investimentos estrangeiros nos sistemas financeiros latino-americanos: os casos da Argentina, do Brasil e do México. Revista de Economia Contemporânea, v. 12, p. 189-218, 2008.

GONÇALVES, Reinaldo. Reservas externas são mito face à liberalização cambial e financeira, Correio da Cidadania. Fevereiro, 2008. Acessado em: [http://www.correiodacidade.com.br/index2.php?option=com\\_content&do\\_pdf=1&id=147](http://www.correiodacidade.com.br/index2.php?option=com_content&do_pdf=1&id=147)  
1. Último acesso: 09/06/2008

GONÇALVES, Reinaldo. Globalização Econômica e Vulnerabilidade Externa - Trabalho apresentado no Seminário "Economia Global, Integração Regional e Desenvolvimento Sustentável", Colégio do Brasil e Universidade Federal Fluminense, Rio de Janeiro, 1998. Acessado em: <http://www.reggen.org.br/midia/documentos/globalizacaoeconomica.pdf>. Último acesso: 09/06/2008

GONÇALVES, Reinaldo. Vulnerabilidade externa e crise econômica no Brasil. Março, 2009. Acessado em:

[http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/vulnerabilidade\\_externa\\_e\\_crise\\_economica\\_no\\_brasil\\_marco\\_2009.pdf](http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/vulnerabilidade_externa_e_crise_economica_no_brasil_marco_2009.pdf). Último acesso: 25/08/2008

IEDI, 2007 - Setor Externo: Fluxos de capitais e valorização do Real, Análise IEDI, julho/2007

IEDI, 2009a - Os efeitos da crise sobre as contas externas brasileiras em 2008, Análise IEDI, abril/2009. Acessado em: <http://www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=73&infoid=4169&from%5Finfo%5Findex=61>

Último acesso: 18/09/2009

IEDI, 2009b - A exportação de manufaturados e a retração industrial, Análise IEDI, junho/2009. Acessado em: <http://www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?from%5Finfo%5Findex=41&infoid=4237&sid=73>

Último acesso: 18/09/2009

IEDI, 2009c - A Crise Internacional e a Economia Brasileira: O Efeito - contágio Sobre as Contas Externas em 2008, Carta IEDI n. 358, abril/2009. Acessado em: <http://www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=73&infoid=4169&from%5Finfo%5Findex=61>

Último acesso: 21/09/2009

PRATES, Daniela M. - A Permanência da Vulnerabilidade Externa *in* Política Econômica em Foco, n.1, mai/2003-ago/2003 (seção II), boletim do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp. Campinas, 2003. Acessado em:

[http://www.eco.unicamp.br/Downloads/publicacoes/cecon/boletim1/04-Secao\\_II.pdf](http://www.eco.unicamp.br/Downloads/publicacoes/cecon/boletim1/04-Secao_II.pdf).

Último acesso: 22/06/2008

PRATES, Daniela M. - A inserção externa da economia brasileira no governo Lula, *in* Política Econômica em Foco, n.7, nov./2005-abr/2006 (seção IV), boletim do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp. Campinas, 2006. Acessado em: [http://www.eco.unicamp.br/Downloads/publicacoes/cecon/boletim7/Secao\\_IV\\_Daniela.pdf](http://www.eco.unicamp.br/Downloads/publicacoes/cecon/boletim7/Secao_IV_Daniela.pdf). Último acesso: 22/06/2008

TESOURO NACIONAL *in* Informe Dívida. 2008. Acessado em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Vulnerabilidade\\_Externa\\_final.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Vulnerabilidade_Externa_final.pdf). Último acesso: 19/06/2008

THE ECONOMIST (2008) - The decoupling debate *in* The Economist, Hong Kong, publicada em 06/03/2008. Acessado em: [http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story\\_id=10809267](http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=10809267). Último acesso: 17/06/2008

THE ECONOMIST (2009) - Decoupling 2.0 *in* The Economist, publicada em 21/05/2009. Acessado em: [http://www.economist.com/displaystory.cfm?story\\_id=13697292](http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=13697292). Último acesso: 25/08/2009