



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA DA INDÚSTRIA E DA
TECNOLOGIA

Bruno Ferreira dos Santos Farina de Souza

A REDUÇÃO DA RESTRIÇÃO EXTERNA NO BRASIL: UMA ANÁLISE DE 1992 A
2019

Rio de Janeiro

2023

Bruno Ferreira dos Santos Farina de Souza

A REDUÇÃO DA RESTRIÇÃO EXTERNA NO BRASIL: UMA ANÁLISE DE 1992 A
2019

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Franklin Leon Peres Serrano

Rio de Janeiro

2023

FICHA CATALOGRÁFICA

S729r Souza, Bruno Ferreira dos Santos Farina de.

A redução da restrição externa no Brasil: uma análise de 1992 a 2019.

/ Bruno Ferreira dos Santos Farina de Souza. – 2023.

84 f.; 31 cm.

Orientador: Franklin Leon Peres Serrano.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, 2023.

Bibliografia: f. 81-84.

1. Restrição externa. 2. Balanço de pagamentos. 3. Brasil. I. Serrano, Franklin Leon Peres, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia.
III. Título.

CDD 338.9

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária: Bruna Amarante Oliveira CRB/7 – 6602

Biblioteca Eugênio Gudín/CCJE/UFRJ

Bruno Ferreira dos Santos Farina de Souza

A REDUÇÃO DA RESTRIÇÃO EXTERNA NO BRASIL: UMA ANÁLISE DE 1992 A 2019

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Rio de Janeiro, 28 de agosto de 2023.

Prof. Dr. Franklin Leon Peres Serrano - Orientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Gustavo Ribeiro de Freitas Bhering – Membro Externo
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. André Martins Biancarelli – Membro Externo
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

AGRADECIMENTOS

À minha família, a base de tudo. Minha mãe Maria Cristina, meu pai Marcos e irmãs, Isabela e Clara.

À Júlia, por todo o suporte, amor e companheirismo durante essa trajetória. A vida com você é mais leve, interessante, feliz.

Aos amigos do mestrado, a turma de 2019 e, em especial, Vinícius, Lucas, Rubin e André Aranha. Um agradecimento especial ao Vinícius pela paciência e parceria em me ajudar com comentários e orientações para a finalização deste trabalho, eximindo-o, por óbvio, de qualquer erro deixado aqui.

Aos amigos que a vida me deu, Felipe, Raphael, Priscila e Matheus.

À UFRJ e seu corpo docente, a quem eu devo minha formação como economista. Um agradecimento especial ao meu orientador, Franklin Serrano. Suas aulas na graduação serviram de combustível para o meu interesse pela economia e a vontade de aprofundar meus conhecimentos no mestrado.

Ao CNPq, pelo suporte financeiro que me foi concedido e sem o qual não teria sido possível terminar este trabalho.

RESUMO

A escassez de divisas, doravante restrição externa, é uma condição imposta a todos os países que não emitem a moeda internacional. A escassez acarreta em crises de Balanço de Pagamentos, que se fizeram presentes em muitas experiências de desenvolvimento. A experiência brasileira não foi diferente, o país vivenciou diversas crises de Balanço de Pagamentos em sua história, sendo a mais intensa e duradoura aquela que ocorreu durante a década de 1980. Entretanto, desde o início dos anos 2000, as crises cessaram e a posição externa do Brasil apresentou melhora significativa. Neste sentido, o trabalho teve como objetivo analisar as contas externas brasileiras durante o período de 1992 a 2019, de modo a investigar os motivos que levaram a essa melhora, isto é, à redução da restrição externa. A investigação se inicia em 1992, pois foi quando o país reconquistou o acesso ao crédito externo, antes impedido pelo impasse da dívida externa. Todavia, a normalização dos fluxos financeiros não garantiu um equilíbrio estável para as contas externas durante a década de 1990, pois, ao mesmo tempo que esses fluxos se mostraram instáveis, a fragilidade externa do Brasil foi potencializada pelos déficits em Conta Corrente em um contexto de livre mobilidade de capitais e taxa nominal de câmbio administrada. Esse cenário se reverte positivamente no século XXI com o fator China e a melhora substancial da liquidez internacional. Nesse cenário mais benigno, o Brasil conseguiu acumular um montante relevante de reservas internacionais e reorganizou seu passivo externo, passando a se financiar mais com ativos denominados em Real. Em paralelo, a flutuação cambial ‘suja’ contribuiu para diminuir os ataques especulativos ao Real e na manutenção das reservas, mesmo mantendo a livre mobilidade de capitais. Portanto, esse novo arranjo permitiu a redução da restrição externa e abriu graus de liberdade para a adoção de políticas de estímulo à economia sem que houvesse crises de Balanço de Pagamento no século XXI.

Palavras-chave: restrição externa; balanço de pagamentos; Brasil.

ABSTRACT

The scarcity of foreign currency, henceforth an external restriction, is a condition imposed on all countries that do not issue the international currency. Scarcity leads to Balance of Payments crises, which have been present in many development experiences. The Brazilian experience was no different, the country has experienced several Balance of Payments crises in its history, the most intense and lasting being the one that occurred during the 1980s. Brazil's foreign market showed a significant improvement. In this sense, the objective of the work was to analyze the Brazilian external accounts during the period from 1992 to 2019, to investigate the reasons that led to this improvement, that is, the reduction of the external restriction. The investigation begins in 1992, as it was when the country regained access to foreign credit, previously prevented by the external debt impasse. However, the normalization of financial flows did not guarantee a stable balance for the external accounts during the 1990s, because, while these flows proved to be unstable, Brazil's external fragility was exacerbated by current account deficits in a context of free capital mobility and an administered nominal exchange rate. This scenario reverts positively in the 21st century with the China factor and the substantial improvement in international liquidity. In this more benign scenario, Brazil managed to accumulate a relevant number of international reserves and reorganized its external liabilities, starting to finance itself more with assets denominated in Real. In parallel, the 'dirty' exchange rate fluctuation contributed to reducing speculative attacks on the Real and maintaining reserves, even maintaining free capital mobility. Therefore, this new arrangement allowed for the reduction of the external restriction and opened degrees of freedom for the adoption of policies to stimulate the economy without having a Balance of Payments crisis in the 21st century.

Keywords: external restriction; balance of payments; Brazil.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de juros básica dos EUA (%)	30
Gráfico 2 – EMBI+ Brasil (1994-1998)	36
Gráfico 3 – Reservas Internacionais entre dez/96-jan/99 (US\$ Milhões)	36
Gráfico 4 - Taxa de câmbio nominal R\$/US\$ (1995-1998)	38
Gráfico 5 – Indicador de Solvência Externa Brasil (1995-1998)	39
Gráfico 6 – Indicador de Liquidez Externa no Brasil (1992-1998) – US\$ Milhões	40
Gráfico 7 – Dívida externa bruta brasileira, por prazo (1992-1998) – US\$ Milhões.....	40
Gráfico 8 – Taxa Selic – 1995 a 2002 (% a.a.)	42
Gráfico 9 – Risco-país do Brasil (1999-2002)	45
Gráfico 10 – Diferencial de juros (1999-2002)	47
Gráfico 11 – Taxa nominal de câmbio x Reservas Internacionais (1999-2002)	48
Gráfico 12 – Termos de Troca no Brasil (2018 = 100)	55
Gráfico 13 – Risco-país x Títulos de dívida negociados no mercado doméstico (2003-2008)	58
Gráfico 14 – Desempenho do Ibovespa x Investimento estrangeiro em ações negociadas no mercado doméstico (2003-2008)	58
Gráfico 15 – Reservas Internacionais entre 2003-2008 (US\$ Milhões)	59
Gráfico 16 – Taxa nominal de câmbio R\$/US\$ (2003-2008)	60
Gráfico 17 – Passivo externo bruto em % por moeda (2003-08)	61
Gráfico 18 – Taxa nominal de câmbio R\$/US\$ (2009-2014)	66
Gráfico 19 – Passivo externo bruto (2009 a 2014)	68
Gráfico 20 – Indicador de Solvência Externa do Brasil (2003-2019)	76
Gráfico 21 – Indicador de Liquidez Externa no Brasil (2003-2019) – US\$ Milhões	77

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Balanço de Pagamentos do Brasil entre 1989-1994 (US\$ Milhões)	31
Tabela 2 – Investimento em carteira (US\$ Milhões)	31
Tabela 3 – Reservas Internacionais (US\$ Milhões)	32
Tabela 4 – Taxa de crescimento do PIB no Brasil entre 1989-1994 (%)	32
Tabela 5 – Balanço de Pagamento do Brasil entre 1995-1998 (US\$ Milhões)	34
Tabela 6 – Receita com Privatizações (US\$ Milhões)	34
Tabela 7 – Taxa de crescimento do PIB no Brasil entre 1995-1998 (%)	41
Tabela 8 – Balanço de Pagamento do Brasil entre 1999-2002 (US\$ Milhões)	44
Tabela 9 – Taxa média de crescimento do PIB no Brasil (1992-2002)	50
Tabela 10 – Passivo Externo Bruto (PII) em US\$ milhões (4ºtri/2001-4ºtri/2002)	50
Tabela 11 – Passivo externo bruto distribuído por moeda	51
Tabela 12 – Posição de Investimento Internacional em US\$ Milhões – 4ºtri/01 a 4ºtri/02	51
Tabela 13 – Taxa de crescimento mundial separada por nível de renda	53
Tabela 14 – Balanço de Pagamento do Brasil entre 2003-2008 (US\$ Milhões)	55
Tabela 15 – Taxa de crescimento do PIB no Brasil (2003-2008)	62
Tabela 16 – Balanço de Pagamento do Brasil entre 2009-2014 (US\$ Milhões)	64
Tabela 17 – Taxa de crescimento do PIB no Brasil (2009-2014)	67
Tabela 18 – Balanço de Pagamento do Brasil entre 2015-2019 (US\$ Milhões)	70
Tabela 19 – Taxa média de crescimento do PIB no Brasil (2015-2019)	73
Tabela 20 – Taxa média de crescimento do PIB no Brasil (2003-2019)	77

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BP – Balanço de Pagamentos

IED – Investimento Externo Direto

IEI – Investimento Externo Indireto

PII – Posição de Investimento Internacional

RI – Reservas Internacionais

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1 Restrição Externa: origem do debate, relação com o crescimento econômico e a virada pós anos 2000.....	14
1.1 Escassez de divisas na ausência dos fluxos de capitais	14
1.1.1 Introduzindo os fluxos de capitais.....	18
1.2 ‘Original Sin’ e o descasamento monetário.....	21
1.3 A virada positiva dos anos 2000: ‘Original Sin Redux’ e o descolamento da tendência de crescimento da periferia.....	23
1.4 Melhorou mesmo?	26
2 Restrição Externa no Brasil: os anos de 1992 a 2002	28
2.1 O retorno dos fluxos de capitais estrangeiros (1992-1994).....	28
2.2 Crises externas e os questionamentos ao câmbio administrado (1995-98)	32
2.3 Câmbio flutuante, restrição de liquidez internacional e ajuste das contas externas (1999-2002).....	42
2.4 SÍNTESE DO PERÍODO (1992-2002)	49
3 Restrição Externa no Brasil: os anos de 2003 a 2019	53
3.1 Boom das commodities, aumento dos fluxos financeiros e a melhora estrutural da posição externa brasileira (2003-2008)	53
3.2 Crise financeira internacional e a recuperação econômica (2009-2014).....	63
3.3 A “Dupla Tempestade” e a economia brasileira em crise (2015-2019)	70
3.4 Síntese do período (2003-2019).....	73
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	79
REFERÊNCIAS	81

INTRODUÇÃO

Crises de Balanço de Pagamentos (BP) sempre se fizeram presentes na história da América Latina, o Brasil não foge à regra. Ao longo do século XX, o país conviveu com crises cambiais, problemas de dívida externa, interrupções nos financiamentos, dentre outros acontecimentos. Sob esse pano de fundo, o cerne, em maior ou menor grau, sempre esteve associado ao subdesenvolvimento brasileiro, sua posição subalterna no comércio internacional e a incapacidade crônica de gerar divisas em montante suficiente para garantir o pagamento das obrigações externas.

De tão relevante e presente no cotidiano latino-americano, a escassez de divisas passou a ser objeto de pesquisa e debate entre economistas da região. O Estruturalismo, por exemplo, uma vertente econômica originada a partir do clássico ‘Manifesto’ de Raúl Prebisch (1949), colocou a escassez de divisas no centro do debate sobre o subdesenvolvimento latino-americano. Movidos pela ânsia de superar a defasagem produtiva, tecnológica e, sobretudo, social dos países da região, os estruturalistas enxergavam na escassez de divisas um dos motivos para as seguidas crises de BP, que por sua vez traziam instabilidade e uma restrição (externa) ao crescimento econômico dos países da região.

Na concepção desse grupo, e central em Prebisch (1949), a baixa capacidade de geração de divisas estava relacionada ao modo de produção baseado em commodities, que deveria ser complementado por políticas industrializantes que possibilitassem a substituição das importações de manufaturas e a diversificação das exportações. Seguindo esse receituário, alguns países latino-americanos implementaram políticas industrializantes, obtendo, durante algum tempo, resultados positivos, isto é, criação, ampliação e modernização do parque fabril, substituição de importações e diversificação das exportações. O Brasil foi um dos casos mais bem sucedidos nesse aspecto. Entretanto, apesar desses avanços, a estratégia não foi bem-sucedida a ponto de superar a restrição externa de uma forma estrutural, visto que sofreu os efeitos das crises financeiras que assolaram os países do terceiro mundo nas décadas de 1980 e 1990.

Com o final conturbado do século XX e o histórico de crises, imaginava-se que os países emergentes continuariam a conviver com problemas para o financiamento de suas contas externas no futuro próximo. Contudo, essa previsão não se confirmou, já na primeira década dos anos 2000 percebeu-se uma melhora generalizada nas contas externas dos emergentes. Houve melhora tanto pela Conta Corrente, com o aumento das exportações de commodities, quanto pela Conta Financeira, com a inserção de ativos desses países no cenário financeiro

global. Esse cenário possibilitou aos emergentes um aumento de suas taxas de crescimento junto ao equilíbrio das contas externas, descolando-os positivamente da trajetória de crescimento observada nos países desenvolvidos (FREITAS et al., 2016).

Nem mesmo a crise norte-americana do *subprime*, em 2008, reverteu o cenário positivo aos emergentes. Nas crises anteriores dessa magnitude, países emergentes normalmente vivenciavam a interrupção de fluxos financeiros, fugas de capitais, crises cambiais e dificuldade para equilibrar as contas externas. Nessa, houve um choque inicial, porém seguido de uma recuperação econômica mais intensa do que o observado nos países desenvolvidos. A reação à crise chancelou a melhora dos emergentes em relação à suas posições externas. Apesar de alguns países em desenvolvimento terem voltado a conviver com crises de BP na década de 2010, a maior parte continua em posição confortável até hoje.

Não à toa, o tema passou a ser discutido entre economistas. Carstens e Shin (2019), por exemplo, entendem que houve redução da vulnerabilidade externa dos países emergentes, pois parte dela teria sido repassada aos investidores estrangeiros. Por outro lado, de Paula et al. (2020) apontam que não houve redução da vulnerabilidade, mas apenas uma mudança no seu formato. Países emergentes continuariam vulneráveis aos fluxos financeiros da Conta Financeira, com o adendo de que esses seriam intrinsecamente voláteis e, portanto, uma fonte de instabilidade e fragilidade externa.

Como forma de contribuição para esse debate, este trabalho tem como objetivo analisar as condições externas do Brasil para o período de 1992 a 2019, com o enfoque única e exclusivamente sobre a restrição externa. O termo “restrição” pode se confundir com “vulnerabilidade”, portanto se faz necessário uma distinção entre os dois. Enquanto a vulnerabilidade abrange um conjunto de aspectos que podem se estender à estrutura produtiva, tecnológica, financeira, dentre outras, a restrição aqui tratada se refere apenas à disponibilidade ou não de divisas para honrar os compromissos externos, ou seja, uma restrição financeira ao financiamento do Balanço de Pagamentos. Nesse sentido, serão discutidas variáveis que interajam com esse objeto, como os resultados do Balanço de Pagamentos, a conjuntura internacional em termos de crescimento e liquidez, a disponibilidade de Reservas Internacionais (RI), a composição do passivo externo líquido e a relação entre a restrição externa e a taxa de crescimento observada no período analisado.

Além desta introdução, a dissertação é dividida em três capítulos. O primeiro discorre sobre a origem do debate da restrição externa no âmbito da América Latina, a problemática em torno da escassez de divisas e suas consequências para o crescimento econômico. Também é feita uma contextualização da melhora das condições externas dos emergentes, observada nos

anos 2000, assim como do debate que se seguiu sobre os termos dessa melhora. No segundo capítulo, há um recorte das contas externas brasileiras entre 1992 e 2002. O período se inicia com a normalização dos fluxos financeiros ao país, mas registra oscilações bruscas na liquidez internacional e se encerra com nova crise cambial, escassez de divisas e ajuste das contas externas. No terceiro capítulo, o recorte se inicia em 2003, a partir de quando se registrou uma inflexão positiva no cenário internacional e posterior redução (estrutural) da restrição externa brasileira, e se encerra em 2019. Por fim, são feitas algumas considerações finais sobre o tema.

1 RESTRIÇÃO EXTERNA: ORIGEM DO DEBATE, RELAÇÃO COM O CRESCIMENTO ECONÔMICO E A VIRADA PÓS ANOS 2000

A escassez de divisas constitui uma restrição ao crescimento econômico e ocorre com todos os países que não emitem a moeda utilizada para o comércio e finanças internacionais, no caso atual o Dólar norte-americano. A restrição de divisas pode ser pontual, gerada por fatores conjunturais do cenário internacional, como choques e/ou crises locais que se disseminam a outros países. Entretanto, ela também pode ser, e geralmente o é, um fenômeno que se repete diversas vezes ao longo das etapas de desenvolvimento dos países. A experiência de desenvolvimento brasileira se mostrou exatamente essa, durante o século XX o país sofreu com diversas crises econômicas originadas pela escassez de divisas frente aos compromissos externos. Assim, torna-se necessário analisar os motivos pelos quais há essa escassez e de que forma a trajetória de crescimento é limitada por ela.

1.1 ESCASSEZ DE DIVISAS NA AUSÊNCIA DOS FLUXOS DE CAPITAIS

Raúl Prebisch foi um dos primeiros economistas a se dedicar ao tema da restrição externa, em seu estudo sobre o “Desenvolvimento econômico da América Latina e seus principais problemas”, escrito em 1949. Como o título sugere, Prebisch (1949) se propôs a diagnosticar os problemas econômicos fundamentais enfrentados pelos países da região em suas trajetórias de desenvolvimento. Em síntese, sua tese à época se concentrou na impossibilidade de se alcançar um crescimento econômico sustentável e suficiente para atender às demandas sociais, baseado apenas na exportação de bens primários.

Remando contra o consenso de sua época, Prebisch (1949) problematizou a perpetuação da especialização da periferia apenas em produtos primários, visando o comércio internacional. Embora não tenha questionado a teoria das vantagens comparativas¹ em si, concordando que houve ganhos globais de produtividade, gerados em decorrência da especialização, o autor aponta que tais ganhos não foram devidamente repartidos entre o centro (bloco de países industrializados) e a periferia (bloco dos produtores primários).

¹ A teoria das vantagens comparativas ricardianas pressupõe que sempre fará sentido a um país se especializar nas atividades que possuir maior produtividade relativa, de acordo com a disponibilidade de mão de obra e capital no momento. Isso vale também para a especialização na produção de bens primários, pois tanto o fluxo comercial irá aumentar, quanto o custo de importações das manufaturas irá cair, caso sejam produzidas nos países mais competitivos para tal.

Segundo ele, isso teria ocorrido devido aos diferentes estágios de organização da força de trabalho nesses blocos. Nos países industrializados, empresários e, sobretudo, trabalhadores teriam adquirido um nível de organização suficiente para reter os ganhos de produtividade na forma de lucro e maiores salários, ao invés de repassá-los aos preços. O fortalecimento dos sindicatos teria possibilitado a melhora nas condições de trabalho e a proteção dos salários nominais, tornando-os rígidos em momentos de crise econômica.

Já na periferia, a situação era diferente. Por uma série de motivos, os trabalhadores não contavam com o mesmo grau de articulação, cuja estrutura, econômica e social, baseada na produção de mercadorias primárias impunha um desafio à formação de sindicatos. O modelo primário exportador também não absorvia o contingente de trabalhadores em idade ativa e ainda pressionava o desemprego da mão de obra, em função da mecanização e do avanço da técnica produtiva. A massa de trabalhadores desempregados e a falta de organização permitiam que os salários flutuassem de maneira mais flexível do que no centro. Além disso, uma vez que os preços das mercadorias primárias eram cotados nas bolsas internacionais, eles flutuavam conforme os ciclos econômicos globais, os quais dependiam, em larga medida, das economias dos países desenvolvidos. Dessa forma, crises no centro eram exportadas à periferia, por meio da queda nos preços dos bens primários. Enquanto no primeiro grupo, trabalhadores conseguiam proteger seus salários reais, no segundo, havia menor resistência para a redução de seus rendimentos, sobrando, para o trabalhador da periferia, o peso do ajuste.

Para Prebisch (1949), a desigualdade na repartição dos ganhos de produtividade seria a responsável pela deterioração dos termos de troca da periferia, observada entre 1870 e 1948². Essa tendência de deterioração teve, como resultado, a restrição do crescimento da América Latina, em virtude da necessidade dos países de se ajustarem à capacidade declinante de exportação, a fim de evitarem o desequilíbrio em seus respectivos Balanços de Pagamentos. O autor não acreditava em uma mudança desse cenário no curto a médio prazo, devido à dinâmica da economia dos Estados Unidos da América (EUA), país que consolidou sua hegemonia no bloco capitalista após a Segunda Guerra. Diferentemente do Reino Unido, que ocupou o espaço de liderança no século anterior, a economia norte-americana produzia internamente muitas das mercadorias primárias que consumia, possuía elevado grau de desenvolvimento tecnológico e, ainda, dispunha de um mercado consumidor significativo. Tais características resultavam em uma economia com baixo coeficiente de importação e cujo modelo econômico competia com a

² Prebisch (1949) cita o estudo das Nações Unidas de fevereiro de 1949, que analisa a relação de preços entre mercadorias primárias *versus* manufaturas entre 1870 e 1948. Nos anos analisados, os preços de bens primários registraram contínua desvalorização em relação aos valores das manufaturas.

estratégia primária exportadora da periferia, ao invés da complementariedade vivida durante o reinado britânico. Portanto, a tendência seria de perpetuação da escassez de divisas e uma taxa de crescimento de equilíbrio da BP menor do que a necessária para satisfazer as demandas sociais dos povos periféricos (PREBISCH, 1949).

O autor voltou a debater o tema em um texto de 1952, quando se aprofundou em um segundo fator de restrição ao crescimento dos países da América Latina, as elasticidades-renda desfavoráveis entre as suas exportações e importações (PREBISCH, 1952). A elasticidade-renda da demanda por exportações tenderia a ser menor do que a elasticidade-renda de suas importações. Em outras palavras, o crescimento proporcional da demanda pelos produtos dos países periféricos diante do aumento da renda mundial seria bem menor do que o crescimento proporcional das importações desses para com o resto do mundo quando sua renda interna aumenta, provocando uma tendência a déficits na Balança Comercial e constituindo uma pressão adicional ao desequilíbrio das contas externas.

Prebisch (1952) cita motivos relacionados à oferta e à demanda para sustentar essa hipótese. Do lado da oferta, ele pontua que: i) os avanços técnicos permitem refinar, cada vez mais, as matérias primas dentro do processo produtivo, diminuindo a proporção delas no valor do produto final; ii) esses mesmos avanços também possibilitam a economia no uso de produtos primários; e iii) resinas e materiais sintéticos tendem a substituir os produtos naturais nas produções industriais. Já do ponto de vista da demanda: i) quando a renda aumenta, a cesta de consumo das famílias se diversifica, dando mais peso a artigos industrializados que, pelos fatores enumerados do lado da oferta, tendem a ter um componente primário decrescente e ii) combinada ao aumento de renda, gera-se um estímulo ao consumo de serviços, que também diminui a proporção de produtos primários no atendimento global da população.

Além disso, embora caracterizados como industrializados, os países do centro não deixaram de competir com a periferia na produção de bens primários. Mesmo com custos de produção maiores, esses países recorriam a medidas protecionistas. A periferia, por outro lado, não podia adotar estratégia semelhante, visto que não detinha a técnica para a produção dos bens industrializados mais sofisticados.

Quando analisadas em separado, tanto a deterioração dos termos de troca quanto a hipótese de diferenciais de elasticidade-renda desfavoráveis restringiriam as taxas de crescimento da periferia (LARA, 2012). Em um cenário hipotético, uma valorização expressiva dos termos de troca poderia compensar as elasticidades-renda desfavoráveis e sustentar maiores taxas de crescimento maiores, porém isso só seria sustentável a longo prazo se os preços das exportações continuassem se valorizando a uma taxa superior ao das importações (LARA,

2012). Adicionalmente, essa taxa de valorização dos termos de troca teria que ser maior do que a diferença entre as elasticidades-renda de importações e exportações. No entanto essa possibilidade contrasta fortemente com os dados empíricos apresentados pelo estudo das Nações Unidas e citados por Prebisch. Portanto, no cenário mais realista, observado empiricamente, os termos de troca se mostraram estruturalmente desvantajosos à periferia, e somado isso à hipótese de elasticidades-renda desfavoráveis, houve uma restrição ainda mais severa sobre a taxa de crescimento desses países.

Nota-se, portanto, que, embora Prebisch tenha estruturado a problemática da restrição externa a partir dessas duas vias, os termos de troca e a elasticidade-renda, a segunda sozinha já é suficiente para justificar sua hipótese (MEDEIROS & SERRANO, 2001). A deterioração dos termos de troca é uma fonte adicional de restrição, porém não é uma condição necessária, tampouco suficiente, para sustentar o desequilíbrio externo dos países periféricos. Por sua vez, a hipótese de elasticidades-renda desfavoráveis leva, invariavelmente, a uma tendência de distanciamento entre o crescimento econômico observado no centro *versus* periferia. Salvo em momentos de mudanças substancialmente positivas nos termos de troca, a periferia não conseguirá convergir sua taxa de crescimento ao centro sem causar desequilíbrio nas contas externas.

Não à toa, Prebisch (1949; 2000) tenha enfatizado a necessidade de industrialização, pois entendia que essa era a única alternativa para sustentar, a longo prazo, a aceleração do crescimento econômico com o equilíbrio do BP, de modo a superar, ou pelo menos contornar a escassez de divisas. Todavia, um desafio que se colocava aos países que optavam por esse caminho era de conciliar esse processo com a oferta de divisas, uma vez que a própria industrialização gerava uma demanda por mais importações, como bens de capital para investimentos ou de bens de consumo para as classes que ascendiam devido ao desenvolvimento econômico. Na visão do autor, a tarefa de ajustar as importações à capacidade de obtenção de divisas, isto é, as exportações, caberia ao Estado. A obtenção desse equilíbrio não seria trivial, mas, por outro lado, a manutenção do modelo primário exportador implicaria em baixo crescimento e crises constantes de BP. Na prática, os países da região já estavam produzindo internamente parte dos bens importados anteriormente à crise de 1929 (PREBISCH, 2000). Isso explicava a obtenção de taxas de crescimento superiores ao aumento das exportações com equilíbrio do BP.

Em resumo, Prebisch sustentava que o modelo de crescimento adotado na periferia, liderado pelas exportações de primários, havia se esgotado, porque: i) os termos de troca da periferia apresentaram uma tendência de deterioração contínua ao longo das décadas; e ii) as

elasticidades-renda entre as importações e exportações eram desfavoráveis à periferia. Dessa maneira, seria impossível sustentar taxas de crescimento maiores sem incorrer em déficit na Conta Corrente e, em última instância, a própria escassez de divisas para viabilizar as importações.

1.1.1 Introduzindo os fluxos de capitais

No cenário traçado por Prebisch, a ênfase recaiu à Conta Corrente sem levar em conta a possibilidade de atrair fluxos de capitais para equilibrar o BP como um todo. Entretanto, no mundo prático e nas mais diversas experiências de desenvolvimento de países latino-americanos, houve e continua havendo a possibilidade de utilização de fluxos de capital para esse fim. Considerando esse instrumento, passa a ser possível equilibrar crescimento econômico e sustentabilidade do Balanço de Pagamentos com déficit em Conta Corrente.

Na visão de Prebisch (1949), os fluxos se conectavam aos ciclos econômicos da periferia, visto que o financiamento do complexo agroexportador vinha, em sua maior parte, de investimentos e de créditos externos. Por isso, havia uma sincronia entre o financiamento e a produção, em que ambas as variáveis estavam sujeitas aos ciclos econômicos dos países industrializados. Quando o ciclo de liquidez era positivo, havia um estímulo às exportações das mercadorias primárias, conseqüente aumento da produção e do financiamento externo, reduzindo o grau de restrição externa. Por outro lado, quando negativo, gerava-se uma pressão sobre as contas externas, impactando negativamente o crescimento econômico. No que diz respeito ao financiamento externo, o autor argentino destacava o papel dual dos fluxos de capitais sobre as contas externas. Ao mesmo tempo que garantiam divisas importantes para o desenvolvimento econômico, passavam a ser um passivo externo que, futuramente, tenderiam a demandar novas divisas (PREBISCH, 1949).

Na década de 1950, período em que os trabalhos de Prebisch foram publicados, o sistema monetário internacional era regido pelas regras de Bretton Woods, com amplo controle sobre os fluxos de capitais. Durante esse período, o Investimento Externo Direto (IED) e os empréstimos internacionais eram as principais fontes de financiamento externo para os países de periferia. Após o fim de Bretton Woods e a globalização financeira da década de 1990, investimentos em ativos financeiros também se tornaram fontes relevantes de financiamento externo. Contudo, independente do tipo de financiamento externo, o princípio da dualidade exposto por Prebisch se mantém. Em outras palavras, qualquer investimento estrangeiro

estabelece uma relação de oferta e demanda por divisas, separadas por um horizonte temporal que pode ser curto, médio ou longo.

Em um cenário de déficit em Conta Corrente, a sustentabilidade (ou solvência) do Balanço de Pagamentos em uma trajetória de crescimento econômico independe do tipo de investimento estrangeiro que ingressa no país (MEDEIROS & SERRANO, 2001). A solvência depende do controle sobre a trajetória do passivo externo, que pode ser feito de forma absoluta, ao impedir o crescimento da dívida, ou relativa, se esse crescimento for compensado com aumento das exportações. Para além do acúmulo de novos passivos, parte do crescimento da dívida externa está condicionado ao custo de carregamento do estoque pré-existente, rolado a determinada taxa de juros. Por isso, a sustentabilidade dependerá de a taxa de crescimento das exportações ser igual ou maior do que os juros efetivamente pagos sobre o passivo externo líquido (MEDEIROS & SERRANO, 2001; AMICO, 2020).

Como o cálculo individualizado dos juros por passivo externo não é simples, Medeiros & Serrano (2001) propõem a relação entre o déficit em Conta Corrente e exportações como uma proxy razoável para avaliar a solvência externa. De forma objetiva, esse indicador mostra que, enquanto houver crescimento das exportações, será possível equilibrar crescimento econômico, déficit em Conta Corrente e solvência das contas externas. Por outro lado, se a expansão das exportações for sistematicamente menor do que o crescimento do déficit em Conta Corrente, será necessário desacelerar o nível de atividade econômica, a fim de se buscar obter superávits comerciais que evitem uma trajetória de insustentabilidade. Desse raciocínio, dois comentários podem ser feitos. Primeiro, a solvência externa é resultado de um processo de médio a longo prazo, pois, por refletir as características produtivas e as relações de comércio de um determinado país, ela se manifesta de forma contínua e prolongada. Segundo, embora o fluxo de divisas, através da Conta Financeira, torne teoricamente possível a sustentação do crescimento econômico associado a um déficit na Conta Corrente, a sustentabilidade desse processo depende de condições específicas.

Uma trajetória de insolvência externa não provoca, necessariamente, uma crise de liquidez. Esta ocorre quando os investidores se recusam a refinanciar os compromissos externos e isso pode acontecer mesmo quando há superávit em Conta Corrente (MEDEIROS & SERRANO, 2001). Diferentemente do caráter estrutural da solvência, a oferta de crédito externo depende de fatores mais voláteis, como a política monetária dos países desenvolvidos. Em período de normalidade, estabelecem-se canais de financiamento externo à periferia, porém,

existem limites para nessa relação. Neste sentido, Bhering et al., (2019)³ trazem um modelo que estabelece a relação entre endividamento externo, nível de produto e taxa de crescimento em meio à restrição externa:

$$Y_{BP} = \frac{X(1 + b)}{m} \quad (1)$$

Em que Y_{BP} representa o produto que atende às restrições externas, X são as exportações e m o coeficiente de importação, assumindo que as importações (M) são induzidas pelo nível de produto (Y), $M = mY$. Por sua vez, b representa as condições e os limites de financiamento da dívida, sendo que o teto imposto pelos credores internacionais será definido por:

$$b = f_{Max} \left(1 - \frac{1 + r}{1 + g_x} \right) \quad (2)$$

Em que f é a razão dívida externa/exportações e f_{Max} é o valor máximo de f aceito pelo mercado. Quando $f_{Max} > 0$, há a possibilidade de endividamento externo e, portanto, não há a imposição de um equilíbrio da balança comercial para a sustentabilidade do BP. Por sua vez, o sinal de b é positivo quando o custo do financiamento do passivo é menor do que o crescimento das exportações ($r < g_x$), e negativo no cenário inverso ($r > g_x$). Nota-se que se o custo do passivo for menor do que o crescimento das exportações, o acesso ao crédito externo consegue ter um efeito positivo sobre o produto de longo prazo. Entretanto, se o custo for maior, a dinâmica de f se torna instável e, inevitavelmente, a dívida externa crescerá acima de f_{Max} (BHERING et al., 2019)⁴. Nesse cenário ($b < 0$), o financiamento externo é interrompido, impondo uma restrição ainda maior sobre o produto, que ficará em um nível abaixo de Y_{BP} . Nesse sentido, o endividamento externo tem um efeito sobre o nível do produto de longo prazo que equilibra as contas externas, porém seu equilíbrio depende da taxa de crescimento das

³ O modelo de Bhering et al. (2019) é simplificado, no sentido de que os autores consideram o câmbio real como dado, além de desconsiderarem as flutuações nos preços dos ativos em posse dos residentes. Dessa forma, a variação do estoque do passivo externo líquido ocorre pelo resultado da Conta Corrente.

⁴ Durante os anos 1990, havia a convenção de que a razão máxima da dívida externa/exportações de um país não poderia passar de 4, caso contrário haveria a interrupção do financiamento externo.

exportações e do custo efetivo do financiamento do passivo externo em moeda estrangeira (BHERING et al., 2019)⁵.

No modelo de Bhering et al., (2019) não é feita uma separação do tipo de financiamento estrangeiro, porém há diferenças entre eles que merecem ser ressaltadas, como o prazo de maturação e a volatilidade. Quanto maior a participação de investimentos estrangeiros de curto prazo sobre o passivo externo, maior a probabilidade de que, em um cenário de alteração abrupta na oferta de crédito externo, haja crise de liquidez (LARA, 2012). Por outro lado, uma participação maior de investimentos de longo prazo sobre o total do passivo tende a trazer mais estabilidade para as contas externas. Nesse contexto, um indicador capaz de mensurar as condições de liquidez externa é a relação entre passivos externos de curto prazo e as reservas internacionais (MEDEIROS & SERRANO, 2001; LARA, 2012).

1.2 'ORIGINAL SIN' E O DESCASAMENTO MONETÁRIO

Até aqui, tratamos da relação entre restrição externa e o crescimento econômico. Porém, faz-se necessário complementar esse debate com uma visão relacionada à moeda, pois não existiria restrição externa, ou escassez de divisas, se as moedas de todos os países fossem aceitas no comércio internacional. Justamente porque apenas uma pequena cesta de moedas, normalmente de países industrializados, é aquela aceita internacionalmente, que os demais países convivem com a possibilidade de escassez de divisas e crises de BP. Eichengreen & Hausmann (1999) entendem que essa é uma imposição do desenho atual do sistema monetário internacional e intitulam esse fenômeno de 'pecado original'. Trazendo dados de 1999 a 2001, Eichengreen et al. (2005) mostram que a maioria das emissões globais de ativos financeiros se concentrava em cinco moedas, todas de países ou grupos econômicos desenvolvidos (ex.: Zona do Euro). Ainda que a maior parte das emissões também tivesse como origem esses países, uma parcela relevante vinha de nações não representadas por essa cesta de moedas (cerca de 20% do total). As causas do pecado original não são claras para os autores, mas eles entendem que sua origem está relacionada ao grau de desenvolvimento dos mercados financeiros locais. Na visão deles, mercados plenamente desenvolvidos garantiriam a demanda de crédito local no

⁵ Em paralelo, o relaxamento da restrição externa propiciado pelo financiamento externo permite implementar políticas em outras frentes, como diminuir os coeficientes de importação e diversificar a cesta de exportações, de modo a superar as elasticidades-renda adversas (AMICO, 2020).

curto e longo prazo, além de criarem as condições para que a moeda local seja melhor aceita no exterior⁶.

O endividamento em outras moedas provoca o descasamento monetário nos balanços privados e do governo, pois a dívida tomada é denominada em uma divisa, enquanto os fluxos de receita porventura oriundos dos projetos financiados serão em outra. A isso, soma-se o possível descasamento de prazos, fruto da diferença da maturação entre os investimentos realizados, que demandam maior tempo, e o pagamento da dívida em moeda estrangeira, cujo vencimento ocorre em menor tempo. Em momentos de estresse, o descasamento de prazos tende a acelerar uma trajetória de iliquidez externa, pois pode não haver tempo para a liquidação dos ativos externos ante a rapidez com que os fluxos financeiros (passivos) deixam o país (FMI, 2000).

Para Eichengreen & Hausmann (1999), o pecado também independe do tipo de regime cambial, pois tanto o câmbio fixo quanto o flexível, assim como as variações possíveis entre os dois polos, não solucionam a raiz do problema. Se a taxa flutua livremente, desvalorizações bruscas podem desencadear crises devido ao descasamento monetário. Por outro lado, fixar o câmbio estimularia o risco por parte de investidores e especuladores, exporia as reservas internacionais e traria maior volatilidade à taxa de juros, prejudicando o desenvolvimento dos mercados financeiros locais, vista pelos autores como parte do problema. A saída aventada por Eichengreen & Hausmann (1999) para eliminar o descasamento monetário seria a dolarização das economias emergentes, que sofrem mais com o pecado, isto é, fazer com que o dólar seja promovido a moeda oficial desses países. Na visão deles, além de eliminar o descasamento, a dolarização ainda traria maior estabilidade financeira e, com isso, estímulos à vinda de investimentos estrangeiros.

Porém, cabe ressaltar que a dolarização não elimina a restrição externa, visto que o país cuja economia é dolarizada continua sem o poder de emitir a moeda global na qual passou a lastrear sua economia. Pior, para obter essa divisa, ele se tornará ainda mais dependente de resultados positivos da BP, só que, nesse caso, a escassez de divisas se somará à perda de independência das políticas monetária, cambial e fiscal. Portanto, a dolarização vincula ainda mais a economia aos resultados da BP e, por isso, intensifica as restrições ao crescimento. Talvez por isso, poucos países da periferia tenham optado por esse caminho, mesmo após as

⁶ O conceito de pecado original desenvolvido pelos autores inclui, além da dificuldade de atrair financiamento externo na própria moeda, a dificuldade de garantir empréstimos de longo prazo na moeda local. Porém, esse não será um aspecto a ser analisado pelo presente trabalho, uma vez que a disponibilidade de crédito a longo prazo não é uma fonte de restrição externa e não se associa à demanda por dólares.

diversas crises cambiais dos anos 1990. A maior parte migrou de um regime de câmbio fixo, ou administrado, para o flexível, porém com algum tipo de controle, ou seja, uma flutuação “suja”. Isso também ocorreu nos países desenvolvidos, embora os emergentes tenham se destacado no grau de intervenção em seus respectivos mercados cambiais (CALVO & REINHART, 2002).

De fato, há um receio em torno da livre flutuação, visto o potencial de instabilidade que variações negativas bruscas podem ocasionar, sobretudo nas expectativas futuras de agentes privados sobre a taxa de câmbio (SERRANO et al., 2021; CARSTENS & SHIN, 2019). Se considerarmos que as expectativas dos agentes sobre o câmbio são elásticas e, em algum grau adaptativas, a flutuação limpa passa a ser intrinsecamente instável. Nesse sentido, não haverá um mecanismo automático que garanta o equilíbrio da taxa nominal de câmbio em caso de alteração nas variáveis chave, como o diferencial de juros ou intervenções do Banco Central no mercado spot, apenas a própria readequação desses parâmetros (SERRANO et al., 2021).

O diferencial de juros é importante tanto para atrair novos fluxos de capitais, quanto para manter aqueles que já estão dentro do país. A diferença é que, enquanto o câmbio é fixo e a entrada e a saída de capitais não são controladas, os juros internos ficam vinculados às necessidades imediatas de BP, fazendo com que, na prática, sirvam como um dos mecanismos mais utilizados para o equilíbrio cambial. A mudança para a flutuação “suja” traz maior discricionariedade para a política monetária, embora a determinação dos juros ainda seja dependente das taxas nos principais centros financeiros, sobretudo a taxa norte-americana. Por isso, em ambos os regimes, o diferencial de juros é utilizado como um mecanismo importante para o equilíbrio da taxa de câmbio.

1.3 A VIRADA POSITIVA DOS ANOS 2000: ‘ORIGINAL SIN REDUX’ E O DESCOLAMENTO DA TENDÊNCIA DE CRESCIMENTO DA PERIFERIA

Diferente do que se aventava no fim dos anos 1990, a primeira década dos anos 2000 se apresentou muito positiva à periferia. De forma generalizada, esses países vivenciaram uma melhora nas condições externas. Isso possibilitou que eles pudessem conciliar aumento do crescimento com sustentabilidade da BP, algo que, para o Brasil, não havia ocorrido na década anterior, marcada por um crescimento médio baixo e com solavancos de acordo com as condições externas. Freitas et al. (2016) atribuem esse cenário a uma conjuntura de fatores, alguns que dizem respeito ao ambiente internacional e outros ligados a mudanças nos regimes de política econômica em muitos países da periferia. Entre os fatores ligados a situação

internacional se destacam: i) a demanda chinesa por commodities; ii) a reversão dos termos de troca em favor da periferia; e iii) baixa taxa de juros nos EUA e farta liquidez internacional. No que diz respeito a mudança nos regimes de política econômica dos países da periferia, os principais elementos foram melhores políticas de administração dos fluxos de capitais e mais países relativamente grandes (não apenas a China) estimulando o crescimento de seus mercados internos (o que dinamizou o comércio sul-sul). Quanto a melhoria nas políticas de administração dos fluxos de capitais o fator mais marcante foi a política de acumulação de grande quantidade de reservas internacionais (e fundos soberanos) junto com a passagem para regimes cambiais de flutuação suja, que se contrapõem a fragilidade dos regimes de câmbio fixo com quantidades limitadas de reservas típicos da década de 1990 (SERRANO, 2013; FREITAS et al., 2016).

O crescimento chinês na primeira década dos anos 2000 gerou duas externalidades positivas à periferia: i) aumento da demanda por bens primários, beneficiando, diretamente, os exportadores de commodities; e ii) em função de (i), o relaxamento da restrição externa sobre a BP para países da periferia em geral. As economias estruturadas em torno da venda de commodities tiveram seu crescimento, em grande medida, impulsionado diretamente pela demanda chinesa. Países com economias mais diversificadas também se beneficiaram, ainda que de forma indireta. Isso porque, embora o impacto direto da valorização das commodities sobre o crescimento interno não tenha sido tão significativo, tal cenário viabilizou a adoção de medidas de estímulo fiscal e monetário com o objetivo de ampliação da demanda doméstica, sem que isso gerasse desequilíbrios para a BP. Na visão de Freitas et al. (2016), o Brasil foi um desses casos.

Os autores não concordam que a demanda chinesa tenha sido diretamente responsável pela elevação generalizada dos preços dos bens primários. Para eles, a China teve um papel fundamental sobre os preços das commodities metálicas, em função dos projetos de infraestrutura internos (SERRANO, 2013; FREITAS et al., 2016). Entretanto, em outras commodities relevantes, como o petróleo e mercadorias agrícolas, a contribuição chinesa apenas compensou a queda do consumo das economias industrializadas, partindo de um nível baixo de consumo nos anos anteriores. Nessas duas mercadorias, a trajetória de ascensão dos preços esteve mais relacionada à fatores da oferta, como o retorno do nacionalismo de recursos naturais no caso do petróleo, enquanto nas mercadorias agrícolas os custos crescentes com energia (SERRANO, 2013).

A influência da China não se limitou à demanda por mercadorias da periferia. Do lado da oferta, o processo de sofisticação produtiva do país asiático o fez competir em mercados de

maior nível tecnológico, gerando uma pressão deflacionária sobre os preços de bens industriais. Nesse contexto, o poder de barganha dos trabalhadores de países industrializados diminuiu frente à capacidade chinesa de exportação a custos unitários menores em dólar. Com os preços industriais em baixa e de commodities em alta reverteram-se os termos de troca em favor da periferia (FREITAS et al., 2016).

A demanda chinesa e a reversão dos termos de troca produziram superávits na Balança Comercial da periferia. Isso contribuiu para a redução na percepção de risco em relação a esses países, refletida pela queda de patamar do risco-país dos emergentes a partir dos anos 2000 (AIDAR & BRAGA, 2020). Mais integrados ao sistema financeiro internacional, eles se beneficiaram do aumento de fluxos de capitais na Conta Financeira. Todavia, diferentemente de outras épocas, medidas adotadas para o melhor gerenciamento da BP, como a flutuação “suja” e o acúmulo de reservas, ajudaram a solidificar essa melhora, que resiste no tempo mesmo com choques advindos do centro (SERRANO, 2013). Nem mesmo a crise financeira de 2008 e seus desdobramentos reverteram essa tendência.

A diminuição na percepção de risco foi tal que países da periferia começaram a se financiar externamente por meio de ativos lastreados em suas próprias moedas, um contraste ao grau de restrição observado até o fim dos anos 1990. Ao se financiarem de tal forma, os países transferiram aos credores o risco cambial decorrente de uma desvalorização da moeda. Para Carstens & Shin (2019), isso só foi possível após a queda nos indicadores de risco e pelo apetite de credores em apostar nesses ativos em busca de remunerações maiores do que aquelas ofertadas nos países desenvolvidos. O pecado original e o descasamento monetário continuaram existindo, mas nas mãos dos investidores estrangeiros. Por isso, os autores intitularam esse novo fenômeno de ‘Original Sin Redux’, ou um pecado revisitado.

Akyuz (2021) complementa Carstens & Shin (2019) com duas observações: i) não haveria essa mudança sem a desregulamentação nos mercados de dívida de países emergentes, que abriram a possibilidade da livre entrada e saída de capitais estrangeiros e ii) o baixo crescimento das economias desenvolvidas, que conviveram, durante anos, com taxas de juros baixas, estimulando a tomada de risco em mercados outrora ignorados.

Em suma, o conjunto das mudanças positivas à periferia, que no caso brasileiro serão discutidas de forma mais minuciosa nos próximos capítulos, resultaram na diminuição das restrições de BP e permitiram a adoção de políticas de estímulo fiscal e monetário, sem que isso gerasse escassez de divisas. O resultado foi o descolamento da tendência de crescimento da periferia em relação ao centro na primeira década dos anos 2000 (FREITAS et al., 2016). Nesse sentido, se pode compreender que as condições vividas durante esse período recente, no

mínimo, distanciaram a restrição externa desses países e, com isso, possibilitaram ampliar a margem para a adoção de políticas econômicas de estímulo à demanda agregada.

1.4 MELHOROU MESMO?

A redução das restrições de Balanço de Pagamentos veio acompanhada do aprofundamento da integração financeira entre centro e periferia. Os fluxos financeiros ganharam relevância em relação ao fluxo de comércio para definir o equilíbrio da BP e para a trajetória dos passivos externos. Voláteis, esses fluxos costumam apresentar um comportamento cíclico que varia de acordo com as condições internacionais de liquidez. Em momentos positivos, eles se dirigem à periferia em volume até maior do que o necessário para financiar a Conta Corrente, mas nos momentos de reversão de ciclo e maior aversão ao risco, a saída será tão ou mais intensa. Talvez por isso, de Paula et al. (2020) discordem de Carstens e Shin quando sustentam que o pecado original não apenas persiste, como continua sendo uma fonte de fragilidade para devedores (países emergentes) e não para os credores (investidores estrangeiros). Para os autores, se nos momentos de maior vulnerabilidade, quando ocorrem as viradas de ciclo e/ou choques externos de grande magnitude, o volume de saída dos fluxos financeiros tende a ser maior, a vulnerabilidade externa persiste, embora diferente daquela observada nos anos 1990.

Nessa mesma linha, Akyuz (2020) complementa que a flexibilização dos fluxos financeiros gerou as condições para a financeirização do mercado de commodities, sincronizando seus preços aos fluxos de capitais e amplificando os movimentos de alta e de baixa. Nos momentos positivos, os países exportadores de commodities se beneficiam da alta dos preços e do maior volume de capitais atraídos pelo crescimento da economia. Por outro lado, nos momentos negativos, há queda intensa nos preços das commodities e saída dos fluxos de capitais. Para o autor, alguns fatores explicam a pro-ciclicidade entre as variáveis. Em primeiro lugar, há elementos em comum que influenciam ambas, como a política monetária internacional, em especial a taxa básica de juros norte-americana. A variação dos juros nos EUA dita a liquidez internacional e pode estimular tanto a valorização das mercadorias primárias/ampliação dos fluxos quando é expansionista, quanto a desvalorização/redução quando é contracionista. Em segundo lugar, as variáveis também interagem entre si. Enquanto o aumento dos preços das commodities atrai, como consequência, maior volume de capitais para investimentos na periferia, a aceleração do crescimento resultante desse boom acaba por

ampliar a demanda de bens primários e tende a pressionar ainda mais seus preços (AKYUZ, 2020)⁷.

Esse efeito duplo é visto por Akyuz (2020) como um ponto de fragilidade para a periferia, pois deixaria esses países mais suscetíveis a crises de BP nos momentos de reversão dos ciclos. Na sua visão, uma mudança nos rumos da política monetária norte-americana, por exemplo, poderia trazer de volta as dificuldades de financiamento externo na própria moeda e problemas para a BP.

Seguindo a linha de Akyuz (2020) e de Paula et al. (2020), ou houve apenas uma mutação na restrição externa, ou essa se deu por fatores conjunturais que, em algum momento, podem ser revertidos. Esse questionamento será objeto de discussão nos próximos capítulos considerando o cenário brasileiro.

⁷ Naturalmente, esse segundo ponto só faz sentido se assumirmos que as economias periféricas aumentaram de tamanho a ponto de contribuir de maneira significativa para o PIB global, o que de fato ocorreu ao longo das últimas décadas.

2 RESTRIÇÃO EXTERNA NO BRASIL: OS ANOS DE 1992 A 2002

O padrão de financiamento externo da economia brasileira sofreu transformações relevantes em um curto espaço de tempo. Se, nos anos 2000, as restrições de financiamento externo seriam relaxadas (FREITAS et al., 2016), o mesmo não pode ser dito sobre os anos 1990. A década iniciou com a normalização dos fluxos de capitais ao Brasil, que, no decênio anterior, praticamente tinham cessado. Voláteis, tais fluxos alternaram momentos de maior e menor oferta, com impactos sobre o Balanço de Pagamentos, a disponibilidade de divisas e a trajetória de crescimento da economia doméstica.

O capítulo se inicia em 1992, quando o Brasil começou a negociar os termos de entrada no Plano Brady, que influenciaram a normalização dos fluxos financeiros após uma década de estrangulamento externo. Se estende pela década, cobrindo as alternâncias de liquidez em função de crises externas, como a dos países asiáticos em 1997 e a crise russa em 1998, e se encerra em 2002.

2.1 O RETORNO DOS FLUXOS DE CAPITAIS ESTRANGEIROS (1992-1994)

No início dos anos 1990, as condições para o Brasil financiar seu BP permaneciam tão críticas quanto o observado na década de 1980, o país sofria com a falta de crédito externo e não havia divisas em quantidade suficiente para honrar os compromissos externos. O Brasil não estava sozinho, outros países periféricos também enfrentavam um cenário de escassez de divisas, muito em virtude da falta de vontade política dos EUA em renegociar os termos da dívida externa do terceiro mundo para que esse grupo de países pudesse voltar a ter acesso aos mercados financeiros estrangeiros (PORTELLA FILHO, 1994)⁸.

Sem a renegociação dos termos e acesso a novos fluxos financeiros, a periferia não dispunha de divisas suficientes para garantir o pagamento do serviço financeiro da dívida (PORTELLA FILHO, 1994). O caso brasileiro apenas era mais um em que o custo com o serviço da dívida externa era superior à entrada de divisas, seja por meio das exportações ou fluxos financeiros, praticamente inexistentes. Havia uma circularidade viciosa entre o estoque do passivo externo e os fluxos do BP, pois o superávit (crescente) observado na Balança

⁸ Como a dívida estava, em grande parte, atrelada a bancos norte-americanos, o peso político da decisão governamental em não buscar um equilíbrio para a situação, contribuiu para que a crise se arrastasse por toda a década.

Comercial⁹ não foi suficiente para impedir o crescimento da dívida externa (PIRES et al., 2019). Na prática, isso impunha um estrangulamento ainda maior sobre a economia doméstica, tal como previsto no modelo de Bhering et al., (2019).

No começo dos anos 1990, entretanto, o governo norte-americano já se mostrava disposto a negociar uma resolução para a dívida da periferia. Diversas propostas foram apresentadas, mas foi escolhida aquela que propunha o alongamento dos prazos do endividamento junto à capitalização da dívida. A capitalização se daria pela:

“... aceitação por parte do país devedor, de títulos de sua dívida externa tendo como troca o pagamento de ativos do país, que passam a mãos estrangeiras” (Pastore, 1993, p. 64).

O secretário do tesouro norte-americano à época, Nicholas Brady, ficou à frente das negociações e, por isso, o plano de resgate aos países endividados foi batizado de Plano Brady (PORTELLA FILHO, 1994). Apesar de entender como necessário, Portella Filho (1994) foi crítico aos termos do plano, pois acreditava que as condições apresentadas ainda eram insuficientes para equalizar a dívida externa da periferia. As exigências impostas eram muito maiores do que os descontos oferecidos na reestruturação e, portanto, os ganhos seriam limitados.

No caso brasileiro, além dos descontos não serem tão atrativos, uma parte considerável da dívida externa foi excluída do pacote de refinanciamento. Com essas condições, Portella Filho (1994) entendia que o serviço da dívida continuaria acima da capacidade de geração de divisas. Apesar das críticas, o governo brasileiro chegou a um acordo com os credores e aderiu ao plano em abril de 1994. Ao fim, a negociação englobou a totalidade da dívida externa do setor público, contratada ou desembolsada até 31/12/1982. Foram deixados de fora: setor privado, setor financeiro nacional, bem como Petrobrás, Vale e suas respectivas subsidiárias (CERQUEIRA, 2003).

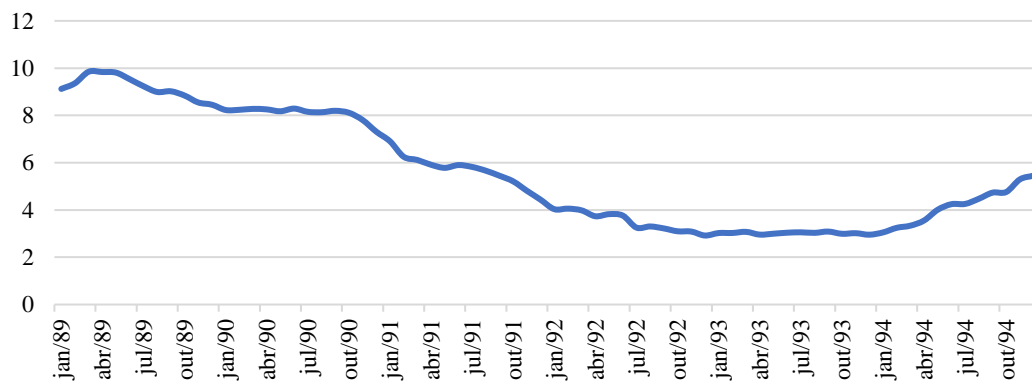
Embora os termos do plano não tenham gerado descontos relevantes sobre o estoque da dívida, seu maior benefício foi a normalização dos fluxos de capitais voluntários estrangeiros. Estes já haviam dado sinais positivos durante a discussão dos termos de adesão ao plano, a partir de 1992, quando há aumento do investimento externo em carteira. Nos anos

⁹ Cabe ressaltar que o Brasil foi um dos países em desenvolvimento que mais avançou em termos de mudança estrutural até o fim dos anos 1980. Durante a crise da dívida externa, as exportações totais e de manufaturas cresceram, enquanto o coeficiente de importação caiu, em parte pela imposição de uma política econômica contracionista para reduzir a pressão na BP, mas também pelo êxito da estratégia de substituição das importações.

seguintes à adesão brasileira ao plano, verificou-se que o debate sobre o valor da dívida refinanciada foi pouco relevante, pois a sua rolagem foi garantida pelo ingresso de fluxos novos, sendo essa a principal conquista dos países endividados ao aderir ao plano.

Para Portella Filho (1994), o retorno de fluxos estrangeiros não ocorreu pela adesão ao plano, mas sim devido à redução das taxas de juros norte-americanas, como mostra o Gráfico 1. A ampliação da liquidez internacional teria estimulado a circulação de fluxos financeiros para a periferia. De fato, a redução observada desde o 1989 foi relevante, porém esses fluxos não poderiam ser destinados aos países endividados enquanto não fosse resolvido, ou pelo estivesse em vias de resolver, o estoque de dívida pregresso, cujo pagamento havia sido interrompido por parte dos devedores.

Gráfico 1 – Taxa de juros básica dos EUA (%)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis. Elaboração própria.

Uma vez tratados os termos do plano e, aproveitando a redução da taxa de juros norte-americana, a periferia como um todo, incluindo o Brasil, avançaram em uma agenda de liberalização financeira com a intenção de atrair investimento estrangeiro. No caso brasileiro, as mudanças coincidiram com um resultado positivo da Conta Financeira entre 1992 e 1994, conforme mostra a Tabela 1. Além da melhora nas condições de liquidez externa e as mudanças institucionais pró mobilidade de capitais, o país também utilizou a taxa interna de juros como instrumento de atração de divisas, justificando a melhora do resultado da Conta Financeira e do BP (HERMANN, 2010).

Tabela 1 – Balanço de Pagamentos do Brasil entre 1989-1994 (US\$ Milhões)¹⁰

US\$ milhões	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Transações Correntes	1.032	-3.784	-1.408	6.109	-676	-1.811
Balança comercial (saldo)	16.119	10.752	10.580	15.239	13.299	10.467
Exportação de bens	34.383	31.414	31.620	35.793	38.555	43.545
Importação de bens	-18.263	-20.661	-21.041	-20.554	-25.256	-33.079
Serviços	-2.667	-3.596	-3.800	-3.184	-5.246	-5.657
Rendas	-12.667	-11.773	-9.743	-8.152	-10.332	-9.035
Transferências unilaterais correntes	246	833	1.555	2.206	1.602	2.414
Conta de Capital	-3	1	0	37	83	174
Conta Financeira	632	4.591	163	9.910	10.412	8.518
Investimento direto total	607	364	87	1.924	799	1.460
Investimento em carteira	-421	472	3.808	14.466	12.325	50.642
Derivativos	1	2	3	3	5	-27
Outros investimentos	446	3.753	-3.735	-6.482	-2.717	-43.557
Erros e Omissões	-775	-328	876	-1.386	-1.111	334
Haveres da Autoridade Monetária	-886	-481	369	-14.670	-8.709	-7.215

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Nesse mesmo intervalo (1992-94), a Conta Corrente registrou aumento das exportações, em linha com a retomada da economia norte-americana, porém acompanhada de aumento significativo das importações, em parte por conta de uma demanda reprimida após anos de escassez de divisas, porém, por outro, os primeiros sinais da política de abertura financeira e comercial. Por sua vez, a partir de 1992 a Conta Financeira teve seu resultado puxado pelo investimento estrangeiro em carteira, como mostra a Tabela 2. Entretanto, cabe pontuar que os valores de 1994 foram positivamente impactados pelo pacote de reestruturação da dívida externa, através da emissão de mais de US\$ 47,7 bilhões em *bonds* (CERQUEIRA, 2003). Como foram contabilizados como saída de capitais em Outros Investimentos e ingresso por meio de Investimento em Carteira, eles se compensam no resultado geral da BP.

Tabela 2 – Investimento em carteira (US\$ Milhões)

	1992	1993	1994
Investimento em carteira	14.466	12.325	50.642
Inv. Estrangeiro em carteira	14.466	12.929	54.047
Inv. Brasileiro em carteira	0	-605	-3.405

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A entrada de novos fluxos financeiros permitiu ao país pagar os compromissos externos e, ao mesmo tempo, acumular reservas internacionais, como mostra a Tabela 3. Ao fim de 1994, o estoque de reservas já era quatro vezes superior ao de 1991. Portanto, se vê que,

¹⁰ Os dados até 1994 se encontram na metodologia BPM5.

apesar de o Plano Brady não ter oferecido descontos relevantes sobre a dívida externa, a normalização dos fluxos de capitais possibilitada por meio de sua adesão foi fundamental, e suficiente, para atenuar de forma imediata o estrangulamento causado pelas contas externas.

Tabela 3 – Reservas Internacionais (US\$ Milhões)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Reservas Internacionais	9.679	9.973	9.406	23.754	32.211	38.806

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Nesse novo cenário, de menor restrição externa, o país pôde crescer mais em 1993-94¹¹ sem que isso resultasse no desequilíbrio do Balanço de Pagamentos, conforme mostra a Tabela 4, tampouco em perda de reservas. Mais importante do que a aceleração observada nesses anos, foi a não interrupção do crescimento devido à escassez de divisas, como vinha ocorrendo desde os anos 1980.

Tabela 4 – Taxa de crescimento do PIB no Brasil entre 1989-1994 (%)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
PIB	3,16	-4,35	1,03	-0,54	4,92	5,85

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

2.2 CRISES EXTERNAS E OS QUESTIONAMENTOS AO CÂMBIO ADMINISTRADO (1995-98)

Uma vez normalizados os fluxos de capitais estrangeiros e garantida a sustentabilidade da BP, o governo criou as condições para enfrentar seu principal desafio à época, a hiperinflação. Foi criada uma âncora cambial, fixando a taxa nominal de câmbio dentro de um intervalo de bandas superior e inferior. A âncora eliminou a pressão inflacionária da BP e sustentou o Plano Real, sobretudo enquanto eram tomadas as medidas de desindexação da economia (HERMANN, 2010)¹². A sustentação da âncora, por sua vez, dependia de um fluxo contínuo de capitais estrangeiros, que foram predominantemente abundantes entre 1995-98,

¹¹ O crescimento econômico em 1992 foi contaminado negativamente pela crise política à época, que culminou no impeachment do presidente em dezembro daquele ano. Por sua vez, o crescimento em 1994 foi positivamente influenciado pelo Plano Real, que encerrou a hiperinflação.

¹² O sucesso do Plano Real dependia da manutenção da taxa de câmbio valorizada e afastamento de choques externos. Portanto, a atenuação da restrição externa foi fundamental, e necessária, para garantir o controle da inflação no Brasil e não o contrário, como seria esperado por uma visão ortodoxa (BASTOS, 2001).

ainda que com algumas poucas interrupções (BIANCARELLI, 2003, p. 19). Para garantir que o fluxo de capitais seria preservado, o governo intensificou a agenda pró-mercado, promovendo medidas na direção de maior integração financeira e comercial junto ao exterior¹³.

Essas medidas já começaram a influenciar as contas externas a partir de 1995. Nesse ano, as importações cresceram 54% em relação a 1994. Como essa alta não foi acompanhada pelas exportações, cujo crescimento foi de apenas 6,5%, a Balança Comercial registrou déficit de US\$ 4,6 bilhões, revertendo os superávits de anos anteriores. O déficit comercial se somou aos resultados negativos das contas de Serviços e Renda, provocando um déficit de Transações Correntes da ordem de US\$ 18,7 bilhões. O déficit foi plenamente financiado pela Conta Financeira, que registrou uma captação líquida de capitais superior ao necessário, e parte desse excedente foi incorporado às reservas internacionais. Em 1995, Empréstimos e títulos negociados no mercado externo e demais passivos foram as maiores fontes de captação na Conta Financeira, enquanto o Investimentos diretos, Ações e Títulos de dívida negociados no mercado doméstico ficaram em segundo plano, como mostra a Tabela 5.

Tabela 5 – Balanço de Pagamento do Brasil entre 1995-1998 (US\$ Milhões)¹⁴

¹³ A escolha por essa agenda também era permeada de interesses políticos, visto que o governo havia sido eleito com o discurso de modernização do Estado. Modernização essa que obedecia a uma lógica liberal, isto é, a busca pelo desmantelamento de políticas industriais, mecanismos de intervenção e instituições de Estado que serviram de pilar estrutural para as políticas desenvolvimentistas no Brasil em parte do século XX. Essa era uma agenda global durante os anos 1990, um período marcado pela hegemonização do neoliberalismo e a cartilha do Consenso de Washington, um conjunto de diretrizes socioeconômicas de cunho liberalizante, voltadas especialmente para os países subdesenvolvidos (BANDEIRA, 2002).

¹⁴ Os dados de Balanço de Pagamentos a partir de 1995 seguem a metodologia BPM6. Em relação à metodologia anterior, destacam-se a mudança de sinais. Na Conta Corrente e Capital, créditos e débitos são registrados com sinais positivos, enquanto na metodologia BPM5 os débitos vinham com sinal negativo. Já na Conta Financeira, o aumento (redução) de ativos e passivos possuem sinal positivo (negativo). Assim, o saldo da Conta Financeira passa a ser calculado pela mudança de ativos menos mudança de passivos. Para maiores detalhes, ver: <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/nm1bpm6p.pdf>

	1995	1996	1997	1998
Transações correntes	- 18 712	- 23 843	- 30 625	- 33 787
Balança comercial - Balanço de Pagamentos	- 4 571	- 6 636	- 7 751	- 7 628
Exportações	46 416	47 711	52 787	51 045
Importações	50 987	54 347	60 538	58 673
Serviços	- 7 017	- 8 279	- 10 121	- 9 777
Renda primária	- 10 747	- 11 374	- 14 576	- 17 840
Renda secundária	3 622	2 446	1 823	1 458
Conta capital	18	47	84	50
Conta financeira (se negativo = captação líquida de capitais)*	- 16 487	- 25 596	- 34 012	- 38 049
Investimentos – ativos	3 386	9 502	698	14 006
Investimentos – passivos	32 775	43 802	27 055	44 545
Investimento direto no país	4 383	10 792	18 993	28 856
Ações totais ^{2/}	3 243	6 145	6 871	995
Títulos negociados no mercado doméstico	- 915	- 65	- 1 613	- 2 932
Empréstimos e títulos de LP negociados no mercado externo	6 877	11 964	13 895	35 894
Empréstimos e títulos de CP negociados no mercado externo	6 661	7 248	- 2 366	- 11 344
Demais passivos ^{1/}	12 526	7 719	- 8 725	- 6 924
Derivativos	- 17	38	253	460
Ativos de reserva	12 919	8 666	- 7 907	- 7 970
Erros e omissões	2 207	- 1 800	- 3 471	- 4 312

*Conta Financeira = Investimento ativo - Investimento passivo + Derivativos + Ativos de Reserva

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Nos anos seguintes (1996-98), houve um aprofundamento dos resultados observados em 1995. Déficits crescentes na Conta Corrente, impulsionados pelo resultado negativo da Balança Comercial, sendo financiados por superávits também crescentes na Conta Financeira. Todavia, a composição do financiamento externo foi se alterando nesses anos, com o crescimento do IED, cujo montante multiplicou por seis entre 1995 e 1998. Considerado como uma fonte de divisas mais estável que o investimento em carteira, o IED também era visto como um dos propulsores do crescimento no novo arranjo institucional neoliberal. Havia uma expectativa de que o aumento desses investimentos resultasse na expansão da produção, aquisição de bens de capital e pesquisa. Entretanto, parte relevante do volume de investimento direto estrangeiro que ingressou ao Brasil entre 1995-98 foi destinada à aquisição de participação em empresas públicas, privatizadas pelos governos estaduais e federal, sem que gerassem uma contrapartida de investimento em novos bens de capital.

Tabela 6 – Receita com Privatizações (US\$ Milhões)

	1995	1996	1997	1998
Esfera Federal	1.004	4.080	8.999	23.479
Esfera Estadual	-	1.406	13.617	7.497
Total	1.004	5.486	22.616	30.976

Fonte: BNDES, apud Pinheiro (1999).

Como se vê na Tabela 6, o volume angariado com privatizações cresce ao longo do período e dá um salto em 1997 e 1998 com a venda de empresas importantes, como a Vale e a Telebrás. Além de não gerar o investimento em novos bens de capital esperado, a expansão do IED ampliou a participação de estrangeiros nas empresas domésticas. Isso contribuiu para que houvesse o aumento da saída de divisas por meio da distribuição de juros, lucros e dividendos ao exterior. Se em 1995 a conta de Renda primária já foi deficitária em mais de US\$ 10,7 bilhões, esse valor cresceu para US\$ 17,8 bilhões em 1998.

Em relação ao Investimento em Carteira, além dos Empréstimos externos de longo prazo, o mercado acionário também se manteve positivo enquanto a percepção de risco e condições de liquidez internacional foram benéficas. O investimento em Ações, negociadas no mercado doméstico e exterior, foi positivo em US\$ 6,1 bilhões em 1996 e US\$ 6,8 bilhões em 1997. Por outro lado, o fluxo líquido de Títulos negociados no mercado doméstico foi negativo entre 1995-98, mesmo com as altas taxas de juros praticadas internamente.

O equilíbrio do BP observado em 1995-96 mascarou a fragilidade das contas externas brasileiras. Déficits crescentes em Transações Correntes, dependência dos resultados da Conta Financeira e a manutenção do câmbio administrado em um contexto de livre mobilidade de capitais deixaram o país vulnerável ao ciclo de liquidez internacional. Ciclo esse que sofreu um revés em julho de 1997, quando ocorreram crises cambiais em diversos países do Sudeste Asiático, como Tailândia, Coréia do Sul e Malásia. Para muitos foi uma surpresa, pois eram países vistos como financeiramente sólidos pelos organismos internacionais, sobretudo por apresentarem sucesso em métricas fiscais internas. Entretanto, foram as próprias medidas de liberalização que possibilitaram a disseminação de crises financeiras e cambiais na região (crises gêmeas). De acordo com Medeiros (1998, p. 155), esses países apresentaram três características comuns em suas trajetórias: i) pleno acesso do setor privado ao financiamento externo de curto prazo; ii) apreciação da taxa de câmbio real e iii) flexibilização dos instrumentos de controle sobre os fluxos de capitais. Características que também cabiam ao Brasil na época.

Um efeito imediato da crise foi a redução da oferta de crédito externo para a periferia. A percepção de risco em relação a esses países aumentou e, dada a fragilidade das contas externas brasileiras, o risco-país disparou de 400 para 800 pontos-base, como mostra o Gráfico 2.

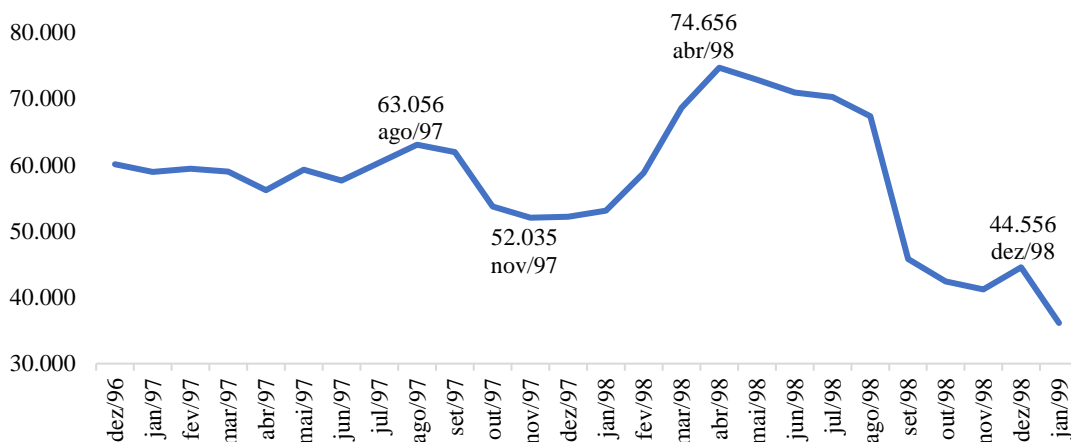
Gráfico 2 – EMBI+ Brasil (1994-1998)



Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

A maior aversão ao risco provocou a saída de estrangeiros de ativos locais, sobretudo de ações negociadas no mercado doméstico. O fluxo vendedor gerou depreciações bruscas nos preços, fazendo a Bovespa, principal bolsa de valores à época, criar um mecanismo de paralisação automática dos negócios em meio à queda livre das cotações (*circuit breaker*). Esse mecanismo logo foi acionado em 28 de outubro, 7 e 12 de novembro. Para compensar a saída de divisas e manter a estabilidade cambial, o governo queimou cerca de US\$ 8,8 bilhões das reservas (equivalente a 13% do total), saindo de um patamar de US\$ 60 bi para US\$ 50 bi, em trajetória exposta no Gráfico 3.

Gráfico 3 – Reservas Internacionais entre dez/96-jan/99 (US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O cenário de liquidez internacional melhorou após a intervenção de organismos internacionais nos países do sudeste asiático, garantindo liquidez e estabilizando os respectivos sistemas financeiros e taxas de câmbio, diminuindo a aversão ao risco em relação à periferia. Após três meses de saldo negativo, o investimento em carteira no Brasil retomou o patamar positivo em janeiro de 1998, com destaque para empréstimos e emissão de títulos no exterior. As reservas, que haviam se reduzido a US\$ 52 bi em novembro de 1997, foram elevadas para cerca de US\$ 75 bi em abril de 1998, como mostra o Gráfico 3.

Entretanto, em agosto de 1998 ocorreu um novo choque externo. A Rússia declarou a suspensão do pagamento do serviço de dívida externa e liberou a flutuação de sua moeda. Imediatamente, a aversão ao risco em relação aos países da periferia aumentou e, no caso brasileiro, o risco-país disparou 1.000 pontos-base, saindo de um patamar de 700 para 1.700, muito acima do pico registrado durante a crise asiática (Gráfico 2). O nível de reservas foi imediatamente impactado, se reduzindo em US\$ 21,5 bi apenas em setembro de 1998 (equivalente a 32% do total). A sinalização de queda das reservas somada aos déficits comercial e de Transações Correntes, fragilizou o país e deixou sua moeda exposta a ataques especulativos.

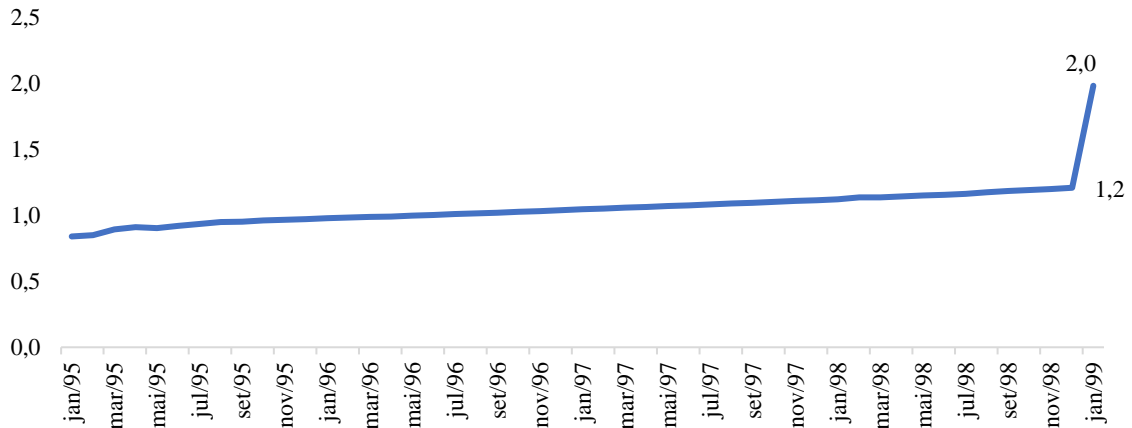
A especulação não estava baseada em indicadores internos ou fiscais do governo, mas à possibilidade de obter ganhos em cima de uma moeda, cujo câmbio em relação ao Dólar era praticamente fixo e sem qualquer restrição de circulação de capital. Além disso, não foram apenas estrangeiros que participaram desse movimento, uma vez que, na ausência de mecanismos de controle, qualquer indivíduo, residente ou não, poderia tomar recursos em Reais, convertê-los ao Dólar e enviar ao exterior, apostando em uma eventual desvalorização do Real. Esse processo poderia se repetir infinitamente, considerando que os Reais tomados eram gerados endogenamente pelo sistema financeiro. Portanto, não apenas a saída de divisas não precisa ter sido precedida de uma entrada anterior, como ela pode ser continuamente estimulada a ponto de esgotar as reservas governamentais, forçando a liberalização do câmbio. Nesse sentido, mais do que atrair capitais, o principal desafio passa ser controlar a demanda por dólares e evitar a fuga dessas divisas.

O ataque ao Real fez com que as reservas atingissem um patamar crítico em novembro de 1998, ao redor de US\$ 41 bilhões e próximo dos vencimentos de curto prazo. O governo recorreu então aos organismos internacionais e conseguiu um acordo nesse mesmo mês, recebendo cerca de US\$ 10 bilhões¹⁵. Apesar desse empréstimo, a saída de divisas permaneceu

¹⁵ Os detalhes do acordo firmado em novembro de 1998 entre Brasil e os organismos internacionais estão disponíveis em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/1998/r981113>

e o governo decidiu abandonar o regime de câmbio administrado em janeiro de 1999, permitindo que a taxa nominal flutuasse. Entre dezembro de 1998 e janeiro de 1999, a taxa nominal saiu de 1,2 R\$/US\$ para 2,0 R\$/US\$, uma desvalorização de 64%, registrada no Gráfico 4.

Gráfico 4 - Taxa de câmbio nominal R\$/US\$ (1995-1998)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

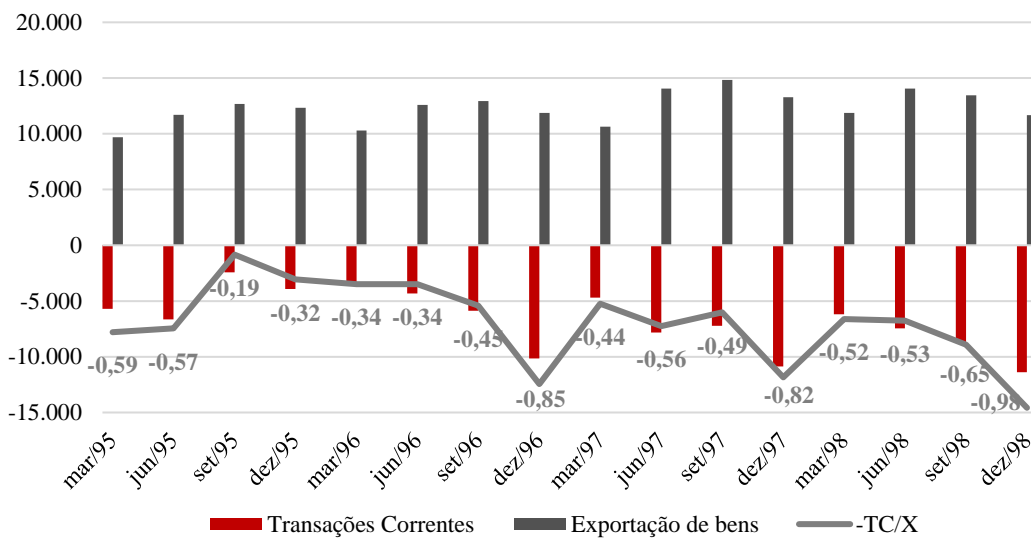
O governo manteve o regime cambial até o último instante, pois acreditava que a flutuação poderia trazer instabilidade, desvalorizações em sequência e a volta da inflação, um trauma que ainda estava vivo na cabeça de integrantes da equipe econômica (LOPES, 2003). Na visão de Lopes (2003), integrante do governo à época, a escolha pela manutenção do regime cambial demandaria a adoção de controles sobre os fluxos de capitais, além de uma possível reestruturação da dívida externa. Segundo o autor, isso seria um retorno à década de 1980, no sentido de que o país ficaria excluído do mercado de crédito internacional. Por isso, dentre as opções possíveis, optou-se pela liberalização do câmbio.

Acontece que, diferentemente dos países asiáticos e da Rússia, a crise no Brasil se estendeu apenas ao regime cambial, mas não ao sistema financeiro. O Real se desvalorizou, mas não houve quebra das instituições financeiras. Para Hermann (2010, p. 259), isso ocorreu, porque as medidas liberalizantes adotadas foram mais brandas do que em outros países. De fato, algumas etapas da liberalização financeira, como a conversibilidade da moeda ao dólar, foram adotadas de forma mais conservadora no Brasil do que em outros países da região, como México e Argentina (BIANCARELLI, 2003). Enquanto o México permitiu depósitos em moedas estrangeiras no sistema financeiro doméstico, a Argentina foi um passo além ao aceitar o dólar como meio de pagamento para transações internas. No Brasil, houve a ampliação das

possibilidades de conversão da moeda para alguns setores específicos, como os bancos, porém a grande inovação foi a ampliação de ativos indexados ao Dólar, mas denominados na moeda local, em especial títulos da dívida pública (BIANCARELLI, 2003, p. 14).

Para compreender a evolução trajetória das contas externas entre 1995-98, pode-se recorrer aos indicadores de solvência e liquidez externa compartilhados por Serrano & Medeiros (2001) e Lara (2012).

Gráfico 5 – Indicador de Solvência Externa Brasil (1995-1998)



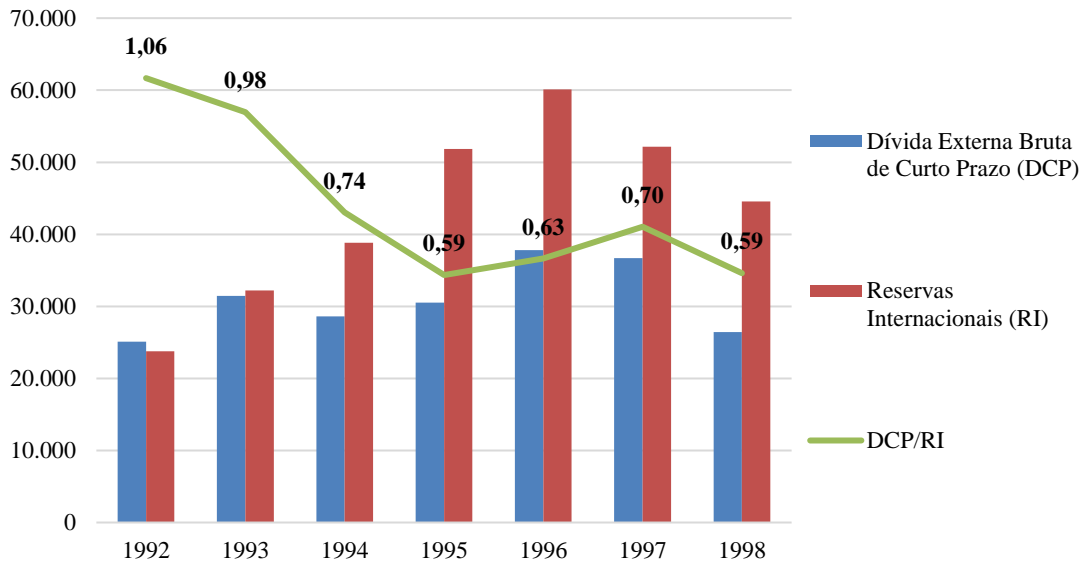
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

No Gráfico 5, é possível observar que a sustentabilidade das contas externas ($-TC/X$) apresenta um comportamento relativamente sazonal, em que o indicador registra piora no último trimestre de cada ano. Isso ocorre em todos os anos, exceto 1995. Em 1997 e 1998, a piora ocorre em meio aos desdobramentos das crises externas, que podem ter influenciado as exportações brasileiras. No último trimestre analisado, o indicador registra seu pior valor, isto é, o valor ganho com as exportações foi levemente superior ao déficit da Conta Corrente. Portanto, em um cenário de perda de divisas, o montante de divisas oriunda das exportações era insuficiente para sustentar o câmbio administrado.

Já a liquidez externa, medida pela relação entre a dívida externa de curto prazo (DCP) e as reservas (RI), apresentou uma trajetória oscilante entre 1995-98, porém de melhora quando comparada a 1992-94, conforme mostra o Gráfico 6. Como mencionado na seção anterior, a normalização dos fluxos financeiros estrangeiros permitiu o acúmulo de reservas. Elas foram

crescentes até o fim de 1996, após isso o cenário internacional piorou com as crises de outros países da periferia.

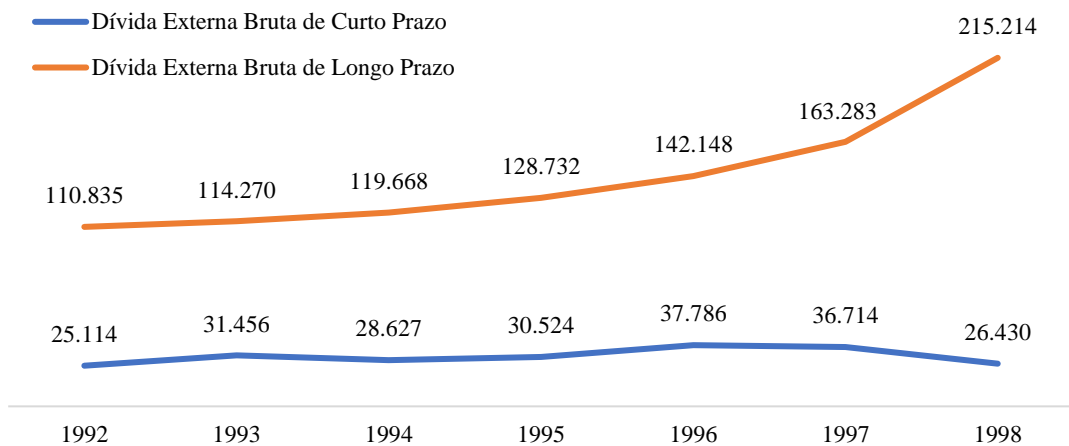
Gráfico 6 – Indicador de Liquidez Externa no Brasil (1992-1998) – US\$ Milhões



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Em 1997 e 1998, os choques externos provocaram a redução das reservas, sendo que no último ano o resultado só não é pior, pois houve a intervenção do Fundo Monetário Internacional (FMI). Essa se deu de duas formas, ampliando as reservas em US\$ 9 bilhões e rolando a dívida externa para prazos maiores, como se observa no Gráfico 7. Sem essa ajuda, as condições de liquidez externa seriam ainda piores ao fim de 1998.

Gráfico 7 – Dívida externa bruta brasileira, por prazo (1992-1998) – US\$ Milhões



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Em resumo, a aposta em uma agenda econômica pró mercado, com a abertura comercial e liberalização financeira, em linha com o que ocorria no restante do mundo, aumentou a dependência em relação à Conta Financeira, em detrimento dos resultados da Conta Corrente. Renunciando aos controles de capitais e com uma taxa de câmbio administrada, o país ficou vulnerável às condições de liquidez do mercado internacional. Embora tenha tido acesso ao financiamento externo durante quase todo o período, no fim de 1998 as reservas caíram a um nível em que agentes privados não acreditavam mais na manutenção do câmbio administrado e, após ataques ao Real, o país foi forçado a liberar o câmbio.

Embora o país tenha tido acesso ao crédito externo, o crescimento econômico não manteve o ritmo observado em 1993-94. Pelo contrário, o crescimento médio entre 1995-98 foi de 2,54% ante 5,39% no período anterior, revelando que o aumento do IED não se traduziu em mais crescimento. Apesar da crise asiática, o ano de 1997 registrou crescimento superior a 1996 (3,40% versus 2,21%), indicando que, de fato, o choque externo foi apenas passageiro, e o país pôde crescer mais sem resultar na insustentabilidade do BP. Por outro lado, a restrição de divisas e conseqüente crise cambial no fim de 1998 impuseram uma desaceleração ao crescimento, que ficou próximo a zero.

Tabela 7 – Taxa de crescimento do PIB no Brasil entre 1995-1998 (%)

	1995	1996	1997	1998
PIB	4,22	2,21	3,40	0,34

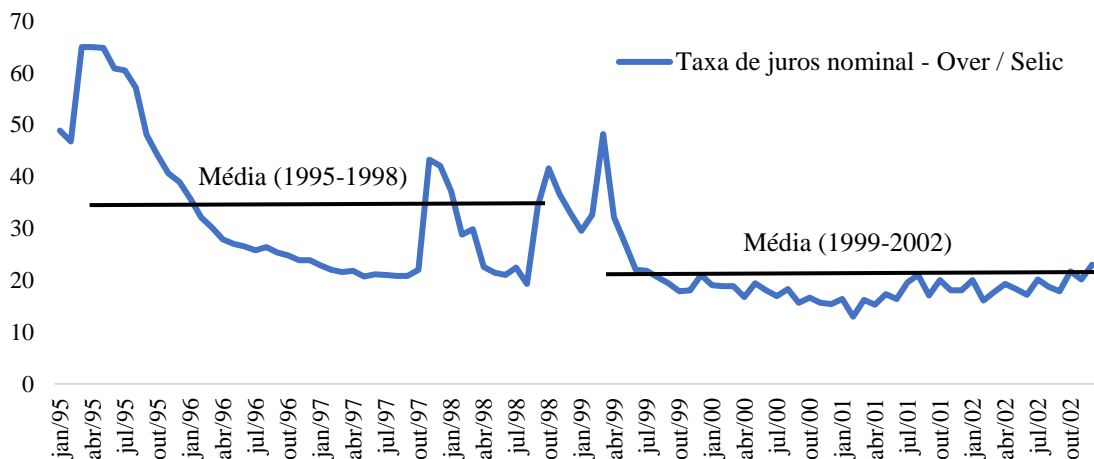
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

2.3 CÂMBIO FLUTUANTE, RESTRIÇÃO DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL E AJUSTE DAS CONTAS EXTERNAS (1999-2002)

O fim do regime de câmbio administrado atenuou a pressão sobre as reservas, mas não evitou novas tentativas de desestabilização do Real durante o período de 1999 a 2002, pois fragilidades do período anterior, como os déficits em transações correntes, baixo nível de reservas e a dependência dos fluxos financeiros, se mantiveram (FARHI, 2005). Isso em um contexto de oferta de crédito externo menos abundante e mais instável do que o quadriênio anterior (BIANCARELLI, 2003).

A mudança para o regime flutuante transferiu o risco cambial aos investidores, o que, à priori, ampliou o grau de liberdade do Banco Central do Brasil (BCB) na condução da política monetária. Como resultado, os juros praticados entre 1999-2002 (média de 20% ao ano) foram menores do que aqueles registrados entre 1995-98 (média de 33,70% ao ano), como mostra o Gráfico 8.

Gráfico 8 – Taxa Selic – 1995 a 2002 (% a.a.)



Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

Enquanto o regime cambial era baseado em uma taxa nominal de câmbio estipulada pelo governo, os juros precisavam ser definidos de acordo com as condições externas de liquidez vigentes, para proteger as reservas internacionais. Os picos registrados em 1997 e 1998 refletem, justamente, um movimento do governo em aumentar os juros para conter a saída de divisas após choques externos. Parte dessa restrição foi atenuada após a liberação do câmbio em janeiro de 1999, pois a livre flutuação retirou a pressão sobre a venda de reservas. Contudo, como parte relevante dos preços de bens e serviços permaneceu vinculado direta ou

indiretamente à taxa de câmbio, manteve-se a necessidade por parte do BCB em deter um nível de controle sobre a sua trajetória, para evitar pressões inflacionárias (FARHI, 2005).

Em parte, isso explica o motivo por trás das intervenções do BCB no mercado após a liberação cambial. Intervenções nesse sentido não se limitaram ao Brasil, a maioria dos países (inclusive desenvolvidos) que adotou o regime flutuante continuou intervindo nos mercados spot e a termo, portanto um regime de câmbio flexível, porém ‘administrado’ pelas instituições estatais (CALVO & REINHART, 2002). Entretanto, mais do que se tratar de um ‘medo em relação à livre flutuação’, termo utilizado por Calvo & Reinhart (2002) para justificar a atuação estatal em suas moedas, as intervenções se tornam necessárias para estabilizar o próprio sistema, uma vez que a flutuação limpa é intrinsicamente instável (SERRANO et al., 2021). Como as expectativas dos agentes sobre o câmbio são elásticas, movimentos no presente dependem de acontecimentos no passado próximo e, portanto, a taxa nominal de câmbio não flutua ao redor de um ponto de equilíbrio. Muito pelo contrário, na ausência de intervenções, trajetórias de valorização/desvalorização podem se estender indefinidamente (SERRANO et al., 2021).

Nesse sentido, a inflação é apenas um dos possíveis focos de instabilidade gerados pela livre flutuação, e, por isso, a necessidade de que sejam feitas intervenções constantes para sustentar esse sistema. Como resultado, a flutuação é livre apenas na teoria, enquanto na prática é recorrentemente ‘administrada’, ou ‘suja’. Isso não significa dizer que há intenção da autoridade monetária em garantir uma taxa nominal ou trajetória de sua moeda, pelo contrário (BOFINGER & WOLLMERSHÄUSER, 2003). O câmbio pode variar para qualquer direção e esse risco será assumido pelo investidor, geralmente o estrangeiro, que carrega a posição na moeda local, mas deseja aferir ganhos na divisa internacional.

Após a liberação do câmbio em janeiro de 1999, o Real se desvalorizou em cerca de 60%, a 2,00 R\$/US\$. Inicialmente, as reservas internacionais continuaram caindo, alcançando um patamar próximo da dívida externa de curto prazo ao fim do primeiro trimestre daquele ano. Para contornar essa situação, o governo brasileiro recorreu a uma nova parcela do empréstimo firmado em 1998 com o FMI. Em abril de 1999, foi liberado um montante de US\$ 9,8 bilhões, que fez a percepção de risco diminuir para os meses seguintes e estabilizou a taxa nominal de câmbio. A partir disso, os fluxos de capitais também se estabilizaram no segundo semestre de 1999.

Tabela 8 – Balanço de Pagamento do Brasil entre 1999-2002 (US\$ Milhões)

	1999	2000	2001	2002
Transações correntes	- 25 816	- 24 960	- 23 719	- 8 142
Balança comercial - Balanço de Pagamentos	- 2 062	- 1 789	1 537	12 004
Exportações	48 197	55 188	58 106	60 279
Importações	50 260	56 976	56 569	48 275
Serviços	- 6 962	- 7 211	- 7 586	- 4 818
Renda primária	- 18 481	- 17 481	- 19 307	- 17 718
Renda secundária	1 689	1 521	1 638	2 390
Conta capital	61	127	106	79
Conta financeira (se negativo = captação líquida de capitais)	- 25 525	- 21 996	- 24 181	- 8 158
Investimentos – ativos	4 913	6 502	5 492	5 123
Investimentos – passivos	22 705	26 433	33 451	13 939
Investimento direto no país	28 386	32 995	23 226	16 587
Ações totais ^{2/}	2 572	3 076	2 481	1 981
Títulos negociados no mercado doméstico	- 1 378	- 199	- 274	- 223
Empréstimos e títulos de LP negociados no mercado externo	2 705	- 2 104	5 631	301
Empréstimos e títulos de CP negociados no mercado externo	985	- 896	- 1 252	- 5 826
Demais passivos ^{1/}	- 10 565	- 6 439	3 638	1 119
Derivativos	88	197	471	356
Ativos de reserva	- 7 822	- 2 262	3 307	302
Erros e omissões	230	2 837	- 568	- 95

1/ Inclui créditos comerciais.

2/ Inclui ações negociadas em bolsas de valores do Brasil e do exterior.

*Conta Financeira = Investimento ativo - Investimento passivo + Derivativos + Ativos de Reserva

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Na Conta Corrente, a desaceleração econômica após a crise cambial implicou na diminuição das importações em 1999. Mesmo assim, a queda não foi suficiente para reverter o déficit comercial, porque as exportações também caíram, ainda que de forma menos intensa. O déficit em Serviços também se reduziu, fruto do menor dispêndio dos residentes em viagens internacionais em um contexto de Dólar mais caro. Por outro lado, o déficit na conta de Renda primária se manteve, pois, apesar de menores quantias de lucros e dividendos enviadas ao exterior, o gasto com juros da dívida externa subiu. Somando todos, o saldo de Transações Correntes foi deficitário em US\$ 25,8 bilhões em 1999.

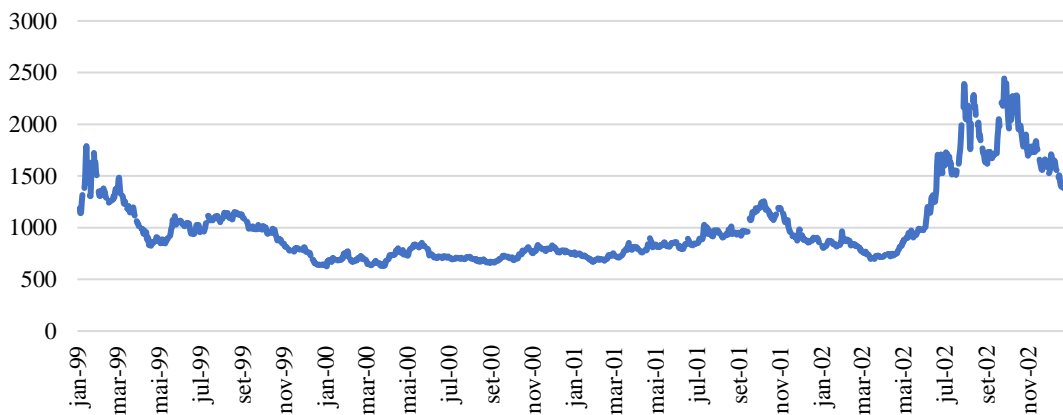
O saldo de IED foi positivo em US\$ 28,3 bilhões, mais do que suficiente para financiar o déficit da Conta Corrente. Por outro lado, o Investimento em Carteira apresentou resultado positivo, porém pequeno quando comparado à 1998, e particularmente prejudicado pelos primeiros dois meses. Ativos denominados em Real continuaram fora do radar dos investidores estrangeiros, que mantiveram suas posições em ativos dolarizados. O saldo de Títulos negociados no mercado doméstico, por exemplo, foi deficitário em US\$ 1,4 bi em 1999. Destacou-se também o resultado negativo dos Demais passivos, devido à saída de capitais associados a créditos comerciais, moedas e depósitos, sobretudo vinculados aos bancos.

De forma geral, os resultados do Balanço de Pagamentos ao fim de 1999 já sinalizavam a superação da crise cambial, com estabilização do Real e manutenção das reservas. Nesse sentido, a migração para o regime de flutuação suja foi menos traumática do que integrantes do governo imaginavam (LOPES, 2003). Nas palavras de Lopes (2003, p. 401):

“Se soubéssemos que uma taxa flutuante seria tão benigna, teríamos feito antes e com muito menos hesitação” (tradução minha).

A manutenção de um ambiente internacional favorável ajudou no equilíbrio das contas externas em 2000. O país atraiu volume maior de capitais estrangeiros do que no ano anterior, através de Investimentos em Carteira e IED, este também impulsionado pela aceleração do crescimento da economia interna. Com um cenário mais estável, o governo quitou em abril uma parcela de US\$ 10 bilhões do empréstimo junto ao FMI. O risco-país, que já estava em trajetória de queda desde a segunda metade de 1999, atingiu seu piso ao redor dos 640 pontos-base, permanecendo nesse patamar ao longo de 2000.

Gráfico 9 – Risco-país do Brasil (1999-2002)



Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

O ano de 2001 se mostrou mais desafiador, especialmente no segundo semestre com o atentado às Torres Gêmeas em 11 de setembro, que criou um sentimento imediato de pânico no sistema financeiro internacional. Soma-se a isso a desaceleração da economia norte-americana, que sofria com o fim da bolha das empresas de tecnologia, e a recessão de outras economias desenvolvidas, como Japão e países da Zona do Euro. Na América do Sul, alguns países já enfrentavam crises de BP, como a Argentina, cujo elevado endividamento externo e plena conversibilidade da moeda local ao dólar haviam gerado um cenário propício à fuga de capitais. Com o nível de reservas chegando a um patamar crítico, a Argentina declarou o default da dívida externa no fim de 2001.

Esse evento contaminou a percepção de risco sobre os demais países da região e, no caso do Brasil, fez o risco-país subir ao longo de 2001. O que ajudou a diminuir a pressão sobre os fluxos externos foi a redução da taxa de juros norte-americana e o aumento da taxa Selic, que saiu de 16,35% a.a., em janeiro, para 18,0% a.a. em dezembro. O Real se desvalorizou ao longo daquele ano, saindo de 2 para cerca de 2,70 R\$/US\$ em outubro, mas a situação foi contornada com a intervenção do BCB no mercado de câmbio, injetando US\$ 7,7 bilhões entre junho e dezembro daquele ano.

Em 2001, o saldo da Balança Comercial voltou a ser positivo após anos de déficits, em função de um aumento marginal nas exportações e estagnação das importações. O fluxo de IED arrefeceu, enquanto o saldo de Investimento em Carteira ficou próximo a zero, muito em virtude dos últimos quatro meses do ano, em que pesaram negativamente a retirada de capitais investidos em ações negociadas no mercado doméstico, e a amortização de títulos de dívida negociados no mercado externo. Ao fim de 2001, a economia brasileira cresceu apenas 1,4%, ritmo menor do que o registrado no ano anterior (4,4%) e mantendo um déficit em transações correntes na ordem de 4,6% do PIB.

O ambiente externo mais turbulento de 2001 se intensificou em 2002. Durante os primeiros meses do ano registrou-se saldo líquido positivo na Conta Financeira, porém o cenário muda radicalmente a partir de maio de 2002, quando há uma explosão do risco-país. Serrano & Summa (2012) atribuem essa explosão a dois fatores: i) o aprofundamento da crise argentina após a declaração de default da dívida externa em dezembro de 2001, que provocou um efeito contágio sobre países da região e ii) a mudança na forma de precificação de títulos e valores mobiliários por parte de fundos de investimento.

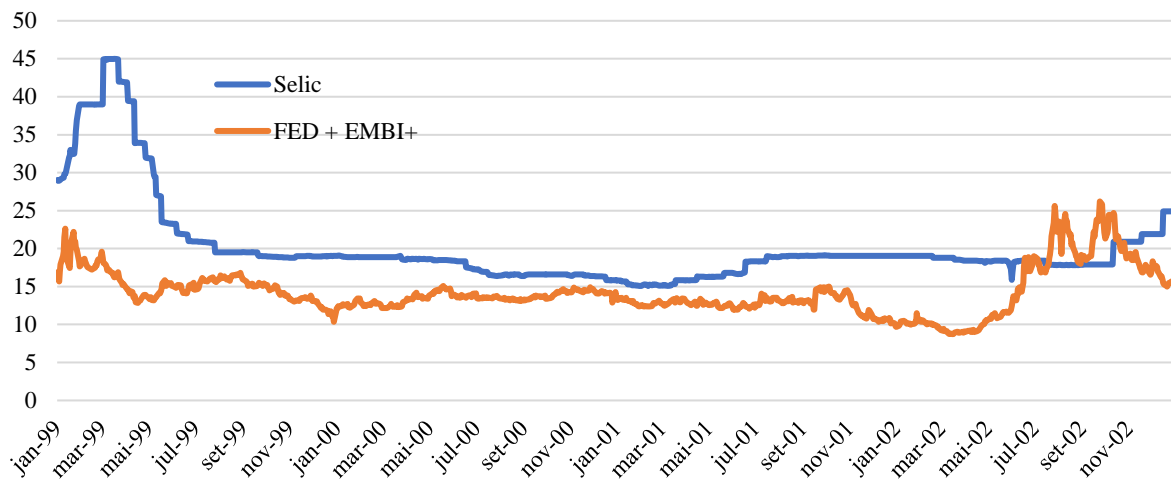
Sobre o primeiro ponto, Aidar & Braga (2020) mostram que os indicadores de risco de outros países da América Latina, como Colômbia e Peru, também subiram nessa mesma época, contaminados pela crise argentina. Em relação ao segundo ponto, em fevereiro de 2002, foi divulgada a circular nº3086/BCB que definiu uma nova forma de precificação dessas aplicações, deixando de ser contabilizada pelo seu valor da curva para ser determinada pela marcação a mercado. Diferentemente da contabilização anterior, na marcação à mercado o preço de face dos papéis varia diariamente e pode, inclusive, apresentar rentabilidade negativa. Nessa mesma circular, foi apontado o dia 30 de setembro como data limite para que os fundos se adequassem a nova métrica.

Contudo, em 29 de maio o BCB e a Comissão de Valores Mobiliários resolvem antecipar o prazo final para 31 de maio. Assim, em junho, muitas pessoas se surpreenderam ao observar que seus rendimentos, até então sempre positivos, apresentavam rentabilidade

negativa. Isso gerou uma onda¹⁶ de retirada de recursos dos fundos para outras aplicações, provocando também a saída de capitais de estrangeiros (SERRANO & SUMMA, 2012).

O choque no risco-país e a conseqüente elevação da taxa de câmbio suscitaram uma expectativa por parte do mercado financeiro de que houvesse elevação da taxa de juros. Tanto foi assim que, em junho, o spread entre a taxa de um ano e a meta para a taxa Selic, saiu de 188 pontos-base para 833 pontos-base. (COPOM, 2002a). Em contrapartida, o Comitê de Política Monetária (Copom) não apenas deixou de elevar a Selic, como decidiu pela sua redução em 0,5 pontos percentuais na reunião de julho de 2002, para 18% a.a. Nesse mesmo mês, o valor médio do risco-país subiu a 1.735 p.b. e, considerando a taxa de juros norte-americana, o diferencial de juros ajustado pelo risco ficou negativo, como mostra o Gráfico 10.

Gráfico 10 – Diferencial de juros (1999-2002)



Fonte: IPEADATA, Banco Central do Brasil e Federal Reserve Bank of St. Louis. Elaboração própria.

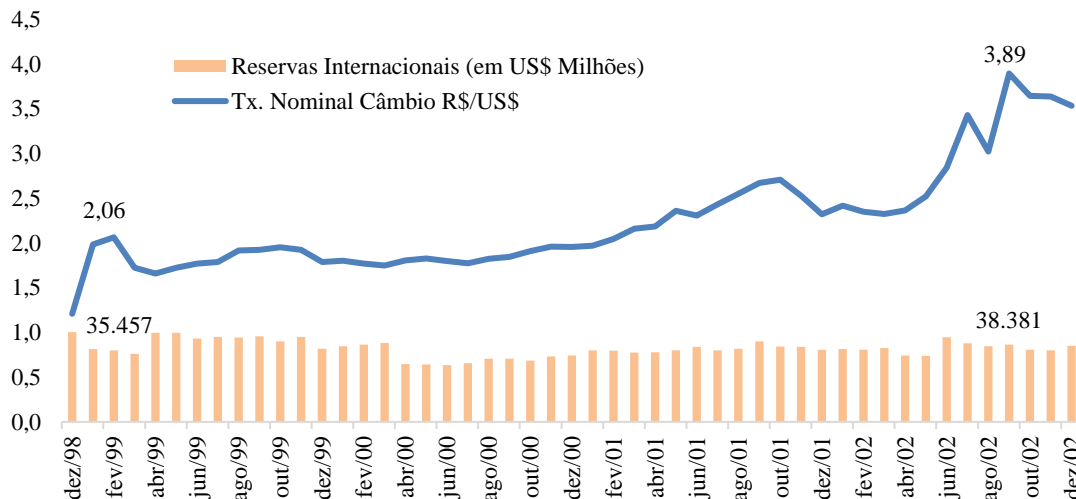
Com o diferencial de juros negativo, a desvalorização do câmbio se intensificou e atingiu seu ápice em outubro, conforme mostra o Gráfico 11. Para arrefecer os ânimos, o governo recorreu a uma nova parcela do acordo junto ao FMI e obteve cerca de US\$ 10 bilhões em setembro¹⁷. O país ainda receberia mais divisas do FMI em dezembro daquele ano, mantendo o estoque de reservas em patamar semelhante a anos anteriores. Esse empréstimo

¹⁶ Em 2002, a indústria de fundos perdeu mais de R\$ 60 bilhões devido à mudança de precificação. Disponível em: [Folha Online - Dinheiro - Após crise com marcação a mercado, indústria de fundos recupera perdas - 17/12/2003 \(uol.com.br\)](http://folhaonline.com.br/dinheiro/apos_crise_com_marcacao_a_mercado_industria_de_fundos_recupera_perdas_17/12/2003)

¹⁷ Em 2002, o país recebeu três depósitos do FMI, em junho, setembro e dezembro, no montante total de R\$ 16 bilhões. Na época, o acordo foi amplamente publicado na mídia: [Folha Online - Dinheiro - FHC fechou três acordos com o FMI; confirma o histórico - 07/08/2002 \(uol.com.br\)](http://folhaonline.com.br/dinheiro/fhc_fechou_tres_acordos_com_o_fmi_confirma_o_historico_07/08/2002) e [Folha Online - Dinheiro - FMI libera US\\$ 30 bilhões para o Brasil - 07/08/2002 \(uol.com.br\)](http://folhaonline.com.br/dinheiro/fmi_libera_us_30_bilhoes_para_o_brasil_07/08/2002)

permitiu que o BCB intervisse no mercado cambial, injetando cerca de US\$ 9,1 bilhões entre junho e dezembro para conter a desvalorização. Mesmo assim, a taxa de câmbio permaneceu em trajetória de depreciação e só foi controlada após a elevação dos juros e o reestabelecimento de um diferencial positivo em relação aos juros internacionais. Esse movimento se iniciou em 14 de outubro, quando o Copom decidiu pelo aumento da taxa Selic de 18% a.a. para 21% a.a. em uma reunião extraordinária (COPOM, 2002c). Após essa, outras reuniões foram realizadas no mesmo ano e a taxa foi elevada para 25% a.a., restabelecendo um diferencial positivo em relação aos juros internacionais e estabilizando o Real.

Gráfico 11 - Taxa nominal de câmbio x Reservas Internacionais (1999-2002)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria

Na época, tentou-se responsabilizar o candidato da oposição pela disparada do risco-país, pois sua eventual vitória poderia alterar os rumos da política fiscal até então vigente, isto é, torná-la menos ortodoxa. Essa narrativa esbarra em dois fatos. Primeiro, as próprias atas do Copom (COPOM, 2002b) admitiram que a possibilidade de grandes alterações nos rumos da política fiscal era baixa, visto que o candidato da oposição tinha se comprometido a “honrar os contratos”¹⁸. Segundo, bastou elevar a Selic e recompor um diferencial positivo de juros para que a fuga de divisas e desvalorização do Real fossem contidas (SERRANO & SUMMA, 2012).

As contas da Balança de Pagamentos refletiram a desvalorização do Real. Apesar do crescimento de 3,1% em 2002, o déficit da Conta Corrente se reduziu, sobretudo pela contração das importações. Na Conta Financeira, houve redução do superávit e queda do investimento

¹⁸ Em uma carta ao povo brasileiro, o candidato da oposição se comprometeu, entre outras coisas, a honrar os contratos herdados da gestão anterior, em uma clara tentativa de acalmar os ânimos de segmentos da sociedade em relação à sua candidatura. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/brasil/ult96u33908.shtml>

externo direto, porém este foi maior que o déficit na Conta Corrente, revertendo o cenário observado em 2001.

2.4 SÍNTESE DO PERÍODO (1992-2002)

A normalização dos fluxos financeiros após a adesão ao Plano Brady e a inserção externa liderada pelo governo brasileiro dali em diante reconfiguraram a relação entre o país e o resto do mundo, com reflexos sobre os resultados da BP ao longo do período (1992-2002). Ampliou-se a integração financeira aos mercados internacionais, assim como a dependência em relação aos fluxos financeiros estrangeiros. Esse movimento se deu não somente no Brasil, mas como um processo amplo que abrangeu grande parte dos países ao redor do mundo.

Em um primeiro momento, essa integração permitiu romper o estrangulamento externo vivido nos anos 1980 e implementar a âncora cambial, que estabilizou a moeda local e foi responsável por afastar choques externos, fato necessário ao controle da inflação. Contudo, logo ficou claro que o êxito no equilíbrio das contas externas dependeria da liquidez nos mercados internacionais. Primeiro, porque a abertura comercial provocou a deterioração da Conta Corrente, sobretudo na Balança Comercial, com o aumento das importações, e na conta de Rendas, tornando-as potencialmente cada vez mais deficitárias. Segundo, porque o câmbio administrado com livre mobilidade de capitais se mostrou insustentável, enquanto a flutuação suja sem reservas instável. Portanto, o país conviveu com momentos de menor e maior restrição externa, de acordo com os ciclos de liquidez internacional.

Isso teve reflexos sobre o ritmo de crescimento da economia brasileira. Após a normalização dos fluxos e estabilização da moeda, havia a expectativa de que o país retomasse um ritmo de crescimento mais acelerado. Não apenas isso não ocorreu, como a taxa média de crescimento se desacelerou ao longo dos dez anos analisados (Tabela 9), em parte por conta das políticas internas de austeridade fiscal, mas também pela restrição externa nos momentos de oscilação da oferta de crédito externo, notadamente a partir das crises externas de 1997-98. Embora o câmbio administrado impusesse uma dependência de fluxos contínuos de capitais estrangeiros para sustentar o regime, a sua liberação em 1999 não implicou em aumento do crescimento, pois a posição brasileira em termos de solvência e liquidez externa permaneceu frágil. Nesse sentido, a sustentabilidade do crescimento interno permaneceu restrito às condições de liquidez internacional, que se apresentaram menos abundantes do que em 1995-98.

Tabela 9 – Taxa média de crescimento do PIB no Brasil (1992-2002)

	1992-94	1995-98	1999-2002
PIB	3,41	2,54	2,32

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Do ponto de vista dos passivos e ativos externos, a Posição Internacional de Investimentos mostra que o passivo externo brasileiro permanecia majoritariamente dolarizado ao fim de 2002. Na Tabela 10, é possível observar os valores entre o quarto trimestre de 2001 até o fim de 2002.

Tabela 10 – Passivo Externo Bruto (PII) em US\$ milhões (4ºtri/2001-4ºtri/2002)

	4ºtri/2001	1ºtri/2002	2ºtri/2002	3ºtri/2002	4ºtri/2002
Passivo Externo Bruto	370 712	379 879	363 238	324 494	341 688
Investimento direto no país	121 949	126 038	111 150	89 420	100 863
Participação no capital ^{3/}	105 815	109 853	94 372	73 064	83 884
Operações intercompanhia	16 133	16 185	16 777	16 356	16 978
Investimentos em carteira	151 581	156 354	146 154	127 609	135 033
Ações	36 910	41 324	31 404	19 826	27 249
Negociadas no mercado doméstico	13 386	14 543	10 766	6 180	8 394
Negociadas no mercado externo	23 524	26 781	20 639	13 646	18 855
Títulos de dívida	114 671	115 030	114 750	107 783	107 784
Negociados no mercado doméstico ^{4/ 5/}	1 746	1 528	1 289	1 745	2 378
Negociados no mercado externo	112 925	113 503	113 461	106 038	105 405
Derivativos financeiros (exceto reservas)	45	67	250	517	250
Outros investimentos	97 137	97 419	105 685	106 949	105 543
Empréstimos	84 165	84 321	96 993	86 377	87 356
Crédito comercial e adiantamentos	6 183	5 803	6 050	10 646	9 140
Outros passivos	6 572	7 040	2 443	9 717	8 695
Direitos Especiais de Saque	-	-	-	-	-

3/ Inclui posições de cotistas não residentes possuidores de 10% ou mais do patrimônio líquido de um fundo de investimento no Brasil.

4/ Fontes: Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para títulos de emissor privado e Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) para títulos de emissor público.

5/ Em poder de não residentes, denominados e liquidados em reais.

Anos de fluxos positivos de IED se traduziram em uma posição relevante dos estrangeiros em participação no capital de empresas domésticas. Por sua vez, os passivos dolarizados, como os títulos de dívida negociados no mercado externo e empréstimos realizados em outras moedas, continuaram predominantes. Para melhor ilustrar esse ponto, a Tabela 11 abaixo traz a separação do passivo externo bruto pela denominação da moeda. Como parte dos itens não é classificada de acordo com a moeda na qual é denominada¹⁹, optou-se por seguir a metodologia utilizada por Biancarelli (2012, apud ROSA, 2016), em que o passivo externo bruto denominado em Real é a soma dos investimentos diretos em participação no capital, ações

¹⁹ A abertura da PII por moeda passou a ser divulgada apenas a partir de 2015.

e títulos negociados no mercado doméstico. De forma análoga, têm-se que o passivo externo denominado em outras moedas, que para efeito de simplificação consideraremos somente o Dólar, é a diferença entre o passivo externo total e o denominado em real.

Tabela 11 – Passivo externo bruto distribuído por moeda

	4ºtri/01	1ºtri/02	2ºtri/02	3ºtri/02	4ºtri/02
Real	33%	33%	29%	25%	28%
Dólar	67%	67%	71%	75%	72%

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O passivo externo bruto majoritariamente dolarizado mostra que a preferência dos estrangeiros, exceto no caso do investimento direto, permaneceu por ativos lastreados em Dólar. Um sinal de que o país tinha dificuldade de se financiar por meio de sua própria moeda. Um passivo externo dolarizado implica em maior pressão sobre o BP, sobretudo nos momentos de fuga de capitais.

Contudo, quando as posições estão denominadas em Real, é preciso liquidá-las e convertê-las ao Dólar, a essa altura já depreciado em função do movimento de manada. Essas duas etapas penalizam o investidor estrangeiro, que assumiu o risco na moeda local, e constituem um mecanismo automático de redução do estoque e conseqüente diminuição da fuga de divisas. Isso pôde ser visto em 2002, após a forte desvalorização do segundo semestre. Como mostra a Tabela 12, o passivo externo bruto saiu de US\$ 370 bi no fim de 2001 para US\$ 325 bi no terceiro trimestre de 2002, auge da desvalorização do Real. As maiores contribuições para essa queda vieram justamente do investimento direto e em ações negociadas no mercado doméstico, cujo valor oscilou negativamente em função da desvalorização cambial. Por outro lado, alguns passivos dolarizados registraram queda, porém em menor grau e importância para o resultado global.

Tabela 12 – Posição de Investimento Internacional em US\$ Milhões – 4ºtri/01 a 4ºtri/02

	4ºtri/01	1ºtri/02	2ºtri/02	3ºtri/02	4ºtri/02
Ativo (A)	108.878	109.584	117.058	116.444	114.607
Passivo (B)	370.712	379.879	363.238	324.494	341.688
PII (A-B)	-261.834	-270.295	-246.180	-208.050	-227.082

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Dessa experiência, é possível extrair que, quanto maior o grau de dolarização do passivo externo, pior será a pressão sobre o BP, sobretudo em momentos de crise nas contas externas. Por sua vez, a “desdolarização” em direção a uma participação maior de passivos denominados na moeda local (e não em outra moeda internacional) traz maior estabilidade para as contas externas. Primeiro, porque a desdolarização em si já é uma prova de que o país consegue se financiar externamente por meio de ativos denominados na própria moeda. Em segundo, porque transfere o risco cambial ao investidor estrangeiro. Como veremos no próximo capítulo, o passivo externo brasileiro sofrerá uma transformação em sua composição na direção da “desdolarização” e três itens se destacarão nesse processo: os investimentos diretos, em ações e em títulos de dívida negociados no mercado doméstico.

3 RESTRIÇÃO EXTERNA NO BRASIL: OS ANOS DE 2003 A 2019

À princípio, as instabilidades do ciclo de liquidez internacional, a partir das crises da segunda metade da década de 1990, e das restrições ao financiamento externo enfrentadas entre 1992 até 2002, não mostravam sinais de mudança para os anos seguintes. Entretanto, o período a partir de 2003 se mostrou muito diferente dessa previsão. Este capítulo tratará das mudanças na conjuntura internacional e de medidas adotadas internamente que possibilitaram ao país surfar o bom cenário externo e criar as condições de sustentabilidade do BP para o longo prazo, de modo que não se repetisse as crises cambiais dos anos 1990.

Nesse sentido, o capítulo abordará o período de 2003 até 2019, sendo dividido em três intervalos. O primeiro, de 2003 a 2008, os “anos dourados” da economia brasileira, em que houve influxo crescente de capitais estrangeiros e aumento da taxa de crescimento, até a crise financeira global. Em seguida o intervalo de 2009 a 2014, dos impactos da crise à rápida recuperação das commodities, porém sem o mesmo dinamismo do comércio internacional. Por fim, o período de 2015 a 2019, quando dois choques afetam a economia brasileira, e as contas externas, ao mesmo tempo: a) a deterioração nos preços de commodities e b) a inflexão na política econômica doméstica.

3.1 BOOM DAS COMMODITIES, AUMENTO DOS FLUXOS FINANCEIROS E A MELHORA ESTRUTURAL DA POSIÇÃO EXTERNA BRASILEIRA (2003-2008)

Durante a primeira década dos anos 2000, a tendência de crescimento dos países emergentes se descolou, em parte, do desempenho das economias industrializadas (FREITAS et al., 2016). Como se vê na Tabela 13, o descolamento se iniciou ainda em 2002, quando as economias desenvolvidas enfrentavam crises, como o estouro da bolha das empresas de tecnologia nos EUA, enquanto a taxa de crescimento dos emergentes já apontava aceleração.

Tabela 13 – Taxa de crescimento mundial separada por nível de renda

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Mundo	4,4%	2,0%	2,2%	3,0%	4,4%	3,9%	4,4%	4,3%	1,9%
<i>Renda alta</i>	4,0%	1,5%	1,5%	2,2%	3,3%	2,9%	3,1%	2,8%	0,4%
<i>Renda média</i>	5,8%	3,4%	4,6%	5,6%	7,6%	6,9%	7,8%	8,4%	5,6%
<i>Renda baixa</i>	2,9%	5,4%	4,4%	5,2%	5,9%	7,1%	6,9%	7,7%	6,7%

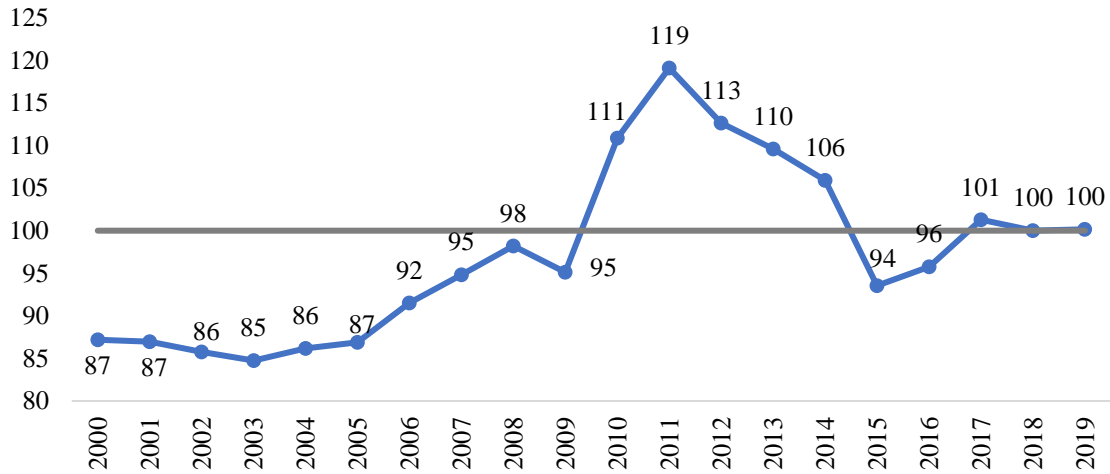
Fonte: FMI. Elaboração própria.

Esse fenômeno ocorreu em meio à melhora das condições externas à periferia, uma vez que, sem esse fator, as economias, ao retomarem a trajetória de crescimento, poderiam novamente enfrentar os problemas relacionados à restrição externa. Nesse sentido, foram alguns fatores independentes entre si, mas que, em conjunto, propiciaram o relaxamento da restrição externa de forma generalizada. Foram eles: i) o “fator” China; ii) o ciclo positivo de liquidez internacional e iii) a adoção generalizada, porém não coordenada, de medidas que aperfeiçoaram a gestão do BP dos países emergentes (FREITAS et al., 2016).

Como descrito no primeiro capítulo, a contribuição chinesa para a aceleração do crescimento na periferia ocorreu pelo lado da demanda e da oferta. Em relação à primeira, o crescimento chinês demandou mais produtos primários, contribuindo para a elevação no preço de algumas commodities²⁰ e o fortalecimento do comércio Sul-Sul. No Brasil, a expansão do comércio Sul-Sul foi determinante para o crescimento das exportações entre 2003-08. Em um primeiro momento, de 2003-05, a quantidade e o preço das exportações subiram, porém acompanhadas do aumento dos preços das importações e, por isso, houve estabilidade dos termos de troca, como mostra o Gráfico 12. Entre 2006-08 o cenário foi outro, o crescimento do *quantum* exportado desacelerou, mas foi compensado pelo aumento dos preços das exportações. Nesse intervalo, os preços das importações também subiram, mas a uma taxa menor, provocando a melhora dos termos de troca. A expansão menos intensa dos preços das importações relativo às exportações remete, em parte, ao segundo fator relacionado à China, o barateamento dos preços das manufaturas e, em outra parte, a própria expansão dos preços de commodities.

²⁰ Nem todas as valorizações estiveram relacionadas à demanda chinesa. Serrano (2013) cita as commodities metálicas como um caso em que a valorização dos preços esteve diretamente relacionada com o crescimento chinês, a ponto de a elasticidade-renda da demanda mundial desses produtos ter superado a unidade na primeira década dos anos 2000. Excluindo a demanda chinesa, a elasticidade seria inferior a um. Por outro lado, no caso do petróleo, o autor entende que a demanda chinesa foi relevante, mas não sustentou a elevação dos preços, pois a demanda por óleo ficou em linha com o crescimento mundial. Além disso, mesmo que o crescimento chinês tivesse gerado um superaquecimento da demanda, havia condições de aumentar investimentos e ampliar a oferta no curto a médio prazo. Para Serrano, os preços subiram, porque muitos dos países exportadores adotaram um “nacionalismo de recursos naturais”, em que os Estados Nacionais passaram a ter maior controle sobre a produção e comercialização de petróleo, buscando maximizar os ganhos com as exportações energéticas. Embora não tenha sido combinado, como muitos países fizeram isso ao mesmo tempo houve uma “coordenação” em torno do controle sobre a oferta mundial de óleo, possibilitando regular o preço e maximizar a renda obtida.

Gráfico 12 – Termos de Troca no Brasil (2018 = 100)



Fonte: IPEADATA. Elaboração Própria.

Dessa forma, a China potencializou a demanda pelos produtos exportados pela periferia ao mesmo tempo em que pressionou para baixo o preço de bens relevantes da cesta de importação desses países. No caso brasileiro, mais relevante foi o alívio sobre a restrição externa do que o impacto do aumento das exportações no crescimento da demanda agregada, considerando a parcela diminuta que as vendas externas representam sobre o todo (FREITAS et al., 2016). Todavia, o aumento das exportações ampliou o superávit comercial e sustentou superávits também na Conta Corrente entre 2003-07²¹, conforme mostra a Tabela 14. Resultados que contribuíram para a sustentabilidade do BP e deram uma independência, ainda que limitada, em relação aos fluxos de capitais estrangeiros.

Tabela 14 - Balanço de Pagamento do Brasil entre 2003-2008 (US\$ Milhões)

²¹ Deve-se ressaltar que, além da ajuda externa, contribuiu para esse resultado a política de austeridade fiscal que durou até 2005, que conteve o crescimento das importações.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Transações correntes	3 588	11 093	13 843	13 089	425	- 30 935
Balança comercial - Balanço de Pagamentos	23 576	32 284	43 722	45 178	38 498	23 507
Exportações	72 883	96 098	118 414	137 709	160 540	198 214
Importações	49 307	63 814	74 692	92 531	122 042	174 707
Serviços	- 4 720	- 4 321	- 7 883	- 9 410	- 13 103	- 16 861
Renda primária	- 18 135	- 20 107	- 25 553	- 26 985	- 29 000	- 41 806
Renda secundária	2 867	3 236	3 558	4 306	4 029	4 224
Conta capital	83	- 213	187	180	249	152
Conta financeira (se negativo = captação líquida de capitais)	2 967	9 020	13 040	13 115	- 2 496	- 28 806
Investimentos – ativos	8 886	11 543	8 673	35 567	33 981	27 831
Investimentos – passivos	14 566	5 445	- 8	52 980	124 672	59 918
Investimento direto no país	10 123	18 161	15 460	19 418	44 579	50 716
Ações totais ^{2/}	2 973	2 081	6 451	7 716	26 217	- 7 565
Títulos negociados no mercado doméstico	272	101	689	11 042	20 787	17 109
Empréstimos e títulos de LP negociados no mercado externo	1 452	- 15 787	- 26 613	594	- 2 320	8 765
Empréstimos e títulos de CP negociados no mercado externo	- 1 117	- 811	- 625	- 425	17 419	- 12 084
Demais passivos ^{1/}	863	1 700	4 630	14 635	17 989	2 977
Derivativos	151	677	40	- 41	710	312
Ativos de reserva	8 496	2 244	4 319	30 569	87 484	2 969
Erros e omissões	- 704	- 1 860	- 990	- 154	- 3 170	1 977

1/ Inclui créditos comerciais.

2/ Inclui ações negociadas em bolsas de valores do Brasil e do exterior.

*Conta Financeira = Investimento ativo - Investimento passivo + Derivativos + Ativos de Reserva

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Como esse movimento não ocorreu somente no Brasil, pois a periferia como um todo usufruiu do cenário positivo e reverteu os déficits em Conta Corrente, houve uma melhora generalizada nos indicadores externos desse grupo de países. Isso contribuiu para que a percepção de risco em relação a eles diminuísse, resultado na queda dos prêmios de risco (AIDAR & BRAGA, 2020). No caso brasileiro, a queda do risco-país se dá já em 2003, de forma acentuada, quando o indicador recua de um pico de 1.400 no começo do ano para próximo de 500 em dezembro. A trajetória de queda persistiu até 2008, exceto por alguns períodos de solavanco (Gráfico 13).

Outro fator que contribuiu para a tendência de redução do prêmio de risco foi a melhora nas condições de liquidez internacional, possibilitada pelas baixas taxas de juros nas economias desenvolvidas, em especial nos EUA. Desde 2001, os juros norte-americanos vinham em trajetória de queda, em virtude da crise das empresas de informática e o baixo desempenho econômico do país. Eles atingiram o piso de 1% a.a. em julho de 2003, significativamente abaixo dos 6,5% a.a. observados no fim de 2000. Apenas a partir de junho de 2004, o Banco Central norte-americano retomou o aperto monetário, levando a taxa até 5,25% a.a. em agosto de 2006. Contudo, ao fim de 2008, em decorrência da crise global, os juros norte-americanos seriam reduzidos a 0% ao ano.

Nesse cenário de ampliação da liquidez internacional, o crescimento acelerado da periferia estimulou a atração de capitais, tanto para as economias exportadoras de commodities quanto para aquelas mais diversificadas (FREITAS et al., 2016). Os fluxos eram atraídos pelas oportunidades de investimento associadas aos mercados de commodities, por rentabilidades em

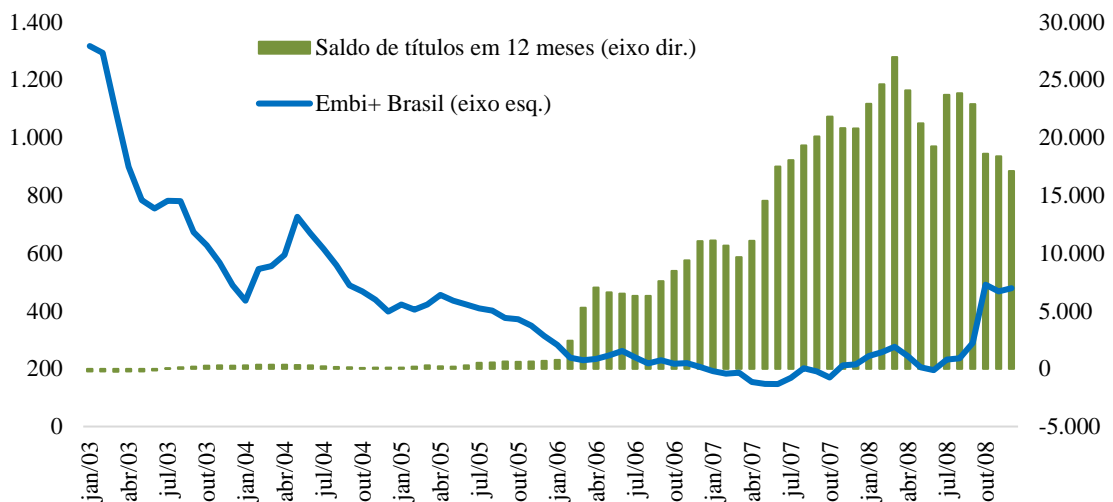
ativos financeiros maiores do que aquelas ofertas nas economias desenvolvidas, além da própria diversificação de portfólio.

No Brasil, o movimento de entrada de fluxos de capitais estrangeiros refletiu a melhora nas condições de liquidez internacional, ainda que de forma gradual. Entre 2003-05, os resultados da Conta Financeira foram positivos, mas tanto o saldo de investimentos estrangeiros diretos quanto os indiretos ficaram no mesmo patamar observado em 2001-02. Isso não foi um problema, visto que a Conta Corrente registrou superávit nesse mesmo período. Nesse contexto, foi possível reorganizar o passivo externo, como antecipar para o fim de 2005 o pagamento da dívida junto ao FMI, que venceria somente em 2007. O montante pago, de US\$ 15,5 bi, contribuiu para que o saldo de empréstimos do exterior fosse negativo em US\$ 26,6 bi naquele ano. Em contrapartida, o governo brasileiro se viu livre das amarras impostas pelo fundo em relação à política econômica interna, podendo adotar uma linha mais keynesiana que alavancou o crescimento nos anos seguintes.

Em 2006-07, o investimento estrangeiro em ações negociadas no mercado doméstico e IED aumentaram substancialmente, e se observa, pela primeira vez, um volume relevante de investimento estrangeiro em títulos de dívida negociados no mercado doméstico. O saldo que havia sido positivo em US\$ 689 milhões em 2005, pula para US\$ 11,0 bilhões em 2006. O volume se expande ainda mais em 2007-08, como mostra o Gráfico 13, e está relacionado à redução do risco observada nos anos anteriores. Isso, pois ao serem denominados na moeda local, esses ativos eram menos atrativos aos investidores estrangeiros, devido ao risco financeiro e cambial. Entretanto, as condições que se apresentaram ao país no início da década, referentes à Conta Corrente, Financeira e aos determinantes externos dos fluxos de capitais, levaram à redução do risco-país e, com isso, uma maior atratividade e possibilidades de ganhos financeiros de curto prazo em ativos na periferia, fazendo com que investidores estrangeiros aceitassem arcar com o risco cambial²².

²² Esse movimento não teria sido possível sem a flexibilização dos controles e a maior integração dos mercados financeiros domésticos para com seus pares no exterior, abrindo-os ao investimento estrangeiro.

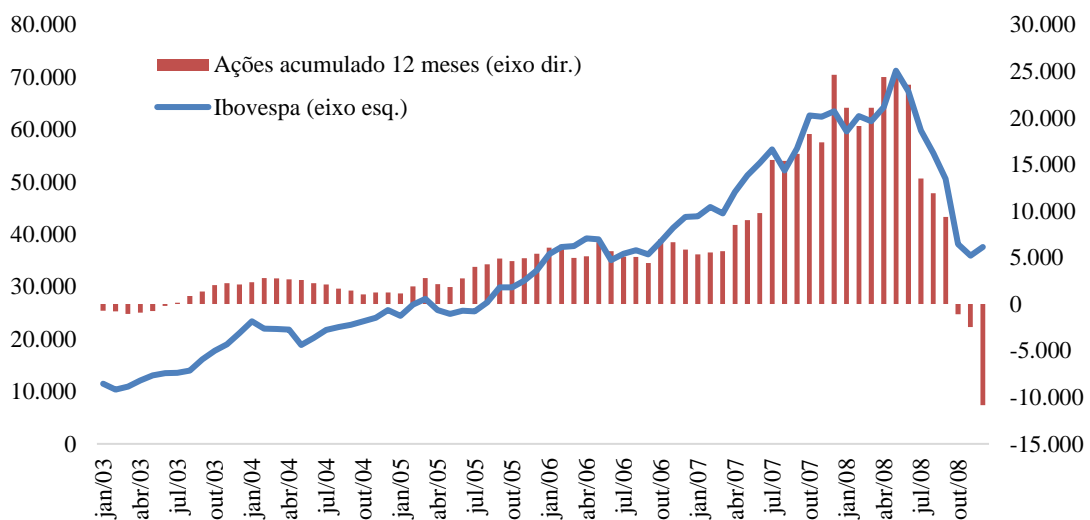
Gráfico 13 – Risco-país x Títulos de dívida negociados no mercado doméstico (2003-2008)



Fonte: IPEADATA e Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O mercado acionário brasileiro também se beneficiou da onda positiva de investimentos estrangeiros. Desde 2003, o volume de investimento estrangeiros em ações registrou tendência de alta, atingindo o pico entre 2007-08. Entre 2003-08, o Ibovespa, principal índice de ações brasileiro, multiplicou por quase sete vezes, como mostra o Gráfico 14.

Gráfico 14 – Desempenho do Ibovespa x Investimento estrangeiro em ações negociadas no mercado doméstico (2003-2008)

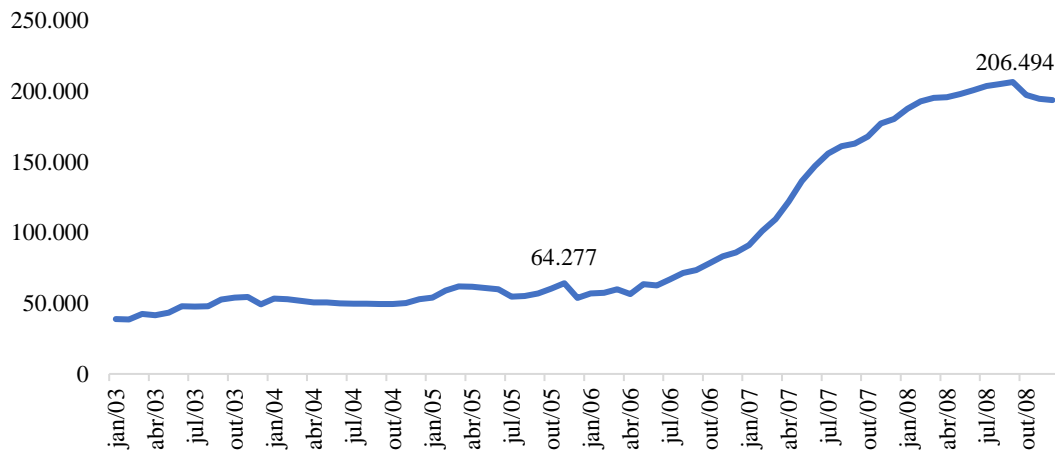


Fonte: B3 e Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Como o volume de entrada de fluxos financeiros foi maior do que necessidade de financiamento da Conta Corrente, foi possível acumular um montante expressivo de reservas

em 2006 e 2007. No primeiro ano, foram adicionados US\$ 32 bi em reservas, enquanto no segundo o aumento foi de mais US\$ 95 bi. Ao fim de 2007, a posição de reservas era de US\$ 180 bilhões, mais de três vezes superior ao estoque registrado em 2005, como mostra o Gráfico 15. O acúmulo foi tão expressivo que, ao fim de 2007, o Brasil alcançou a posição de credor externo líquido. Em outras palavras, as divisas em poder do governo eram superiores ao volume da dívida externa bruta, garantindo um colchão de liquidez sólido para crises futuras²³.

Gráfico 15 – Reservas Internacionais entre 2003-2008 (US\$ Milhões)



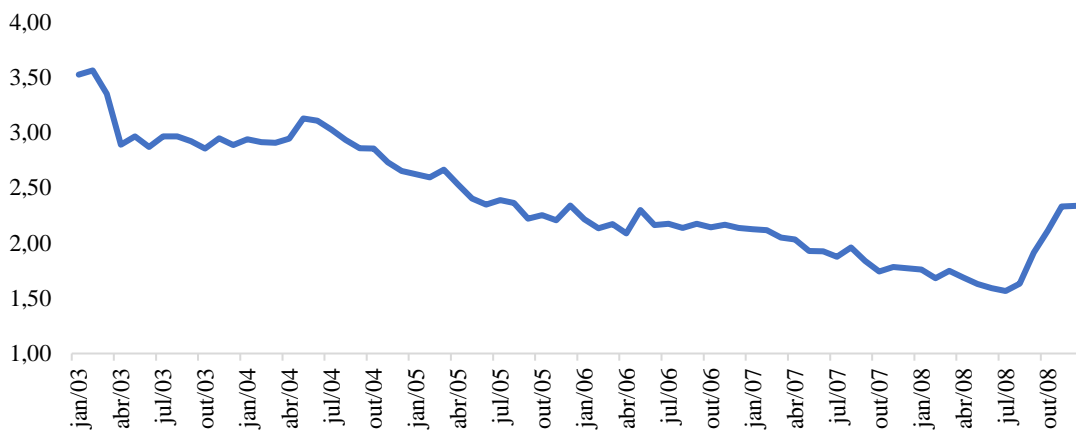
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Não demorou para que o ciclo se revertesse, no segundo semestre de 2008 começaram os efeitos da crise do *subprime* norte-americana. A aversão ao risco dominou os mercados internacionais e gerou fuga ao Dólar. No Brasil, os ativos financeiros foram os primeiros a refletir isso, ações registraram saldo líquido negativo em todos os meses do segundo semestre, enquanto o saldo de títulos negociados no mercado doméstico foi negativo no último trimestre. À despeito da magnitude do choque externo, o país se encontrava em uma posição mais sólida do que nas crises dos anos 1990. O estoque robusto de reservas internacionais permitiu ao BCB atuar no mercado de câmbio *spot*, vendendo dólares e oferecendo linhas com recompra (swap cambial). Diferentemente dos anos de câmbio administrado, a possibilidade de flutuação permitiu à instituição atuar de modo seletivo, isto é, tentar conter as expectativas futuras de

²³ O acúmulo expressivo de reservas internacionais não se limitou ao Brasil, outros países emergentes também o fizeram. Esse fenômeno virou tema de discussão entre economistas, sobretudo no que dizia respeito ao custo x benefício de se manter quantidades expressivas de reservas (ver, por exemplo, RODRIK, 2006). No Brasil, ocorreu debate semelhante, focado no diferencial de custo (juros) entre o carregamento das reservas e sua esterilização. Entretanto, crises que ocorreriam ao longo do novo século (*subprime* em 2008 e Covid-19 em 2020) iriam expor a irrelevância dessa discussão, considerando que o principal fator que leva um país de moeda fraca a manter um alto nível de reservas é de se proteger dos choques externos. Além disso, o resultado fiscal proveniente das reservas foi positivo nas duas primeiras décadas de 2000 (PIMENTEL et al., 2021).

desvalorização, mas não a ponto de queimar as reservas para manter a taxa nominal em um patamar específico. Como mostra o Gráfico 16, a atuação do BCB não impediu a queda do Real, a tendência de valorização em curso desde 2003 foi interrompida com uma desvalorização de cerca de 49% entre julho e novembro de 2008. Por outro lado, as intervenções no mercado cambial tampouco geraram perda relevante de reservas. Estas saíram de US\$ 206,5 bi em setembro para US\$ 193,8 bi em dezembro daquele ano.

Gráfico 16 - Taxa nominal de câmbio R\$/US\$ (2003-2008)

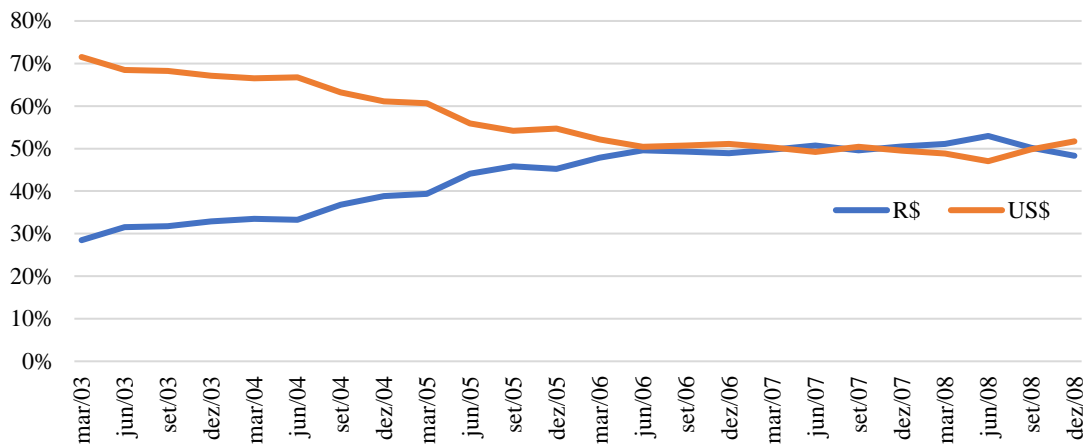


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Além da intervenção no mercado cambial, o BCB majorou a taxa Selic para 13,75% a.a. (ante 11,25% a.a. no começo do ano), aumentando o diferencial de juros e estimulando a vinda e evitando a saída de fluxos financeiros de curto prazo. Nesse mesmo período, o banco central norte-americano derrubou a taxa de juros a zero. Por isso, mesmo com o aumento do risco-país, o diferencial de juros ajustado pelo risco subiu ao longo do segundo semestre de 2008. As intervenções no mercado de câmbio e o aumento do diferencial de juros contribuíram para a estabilização da taxa nominal de câmbio a partir de dezembro de 2008.

Se, por um lado, negativa à economia doméstica, por outro, a desvalorização cambial contribuiu positivamente para atenuar a saída de divisas do país. Isso ocorreu devido à mudança na composição do passivo externo bruto brasileiro, que ocorreu entre 2003-08. Neste período, os passivos denominados em Real se equipararam àqueles em Dólar. Se, no começo de 2003, cerca de 30% do passivo externo bruto era denominado em reais, em 2006 essa participação já alcançava 50% do total, vide Gráfico 17.

Gráfico 17 – Passivo externo bruto em % por moeda (2003-08)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

As participações no capital de empresas locais e ações negociadas no mercado doméstico foram os ativos em mãos de não residentes que mais ganharam participação relativa no passivo externo. Por sua vez, a parcela de títulos de dívida negociados no mercado doméstico aumentou apenas a partir de 2006, quando a parte principal do movimento de desdolarização já havia ocorrido. Ainda, a equiparação entre passivos em reais e os dolarizados ocorre entre 2003 e 2006, período em que os fluxos financeiros destinados a ações, títulos de dívida domésticos e investimento externo direto foram inferiores à variação do passivo externo bruto. Portanto, o fator fluxo não foi o principal responsável por esse fenômeno. A maior contribuição veio de fatores patrimoniais positivos, como a valorização do valor de face dos passivos (ex: ações) e a apreciação do Real em relação ao Dólar (LARA, 2014).

Por outro lado, é possível associar indiretamente os fluxos financeiros à desdolarização do passivo externo, considerando a tendência de sincronização entre os preços dos passivos desdolarizados e a trajetória da taxa nominal de câmbio. Em outras palavras, eles tendem a caminhar em conjunto de acordo com o ciclo financeiro e econômico global. Nos momentos de alta do ciclo, há saldo positivo de fluxos financeiros, valorização do valor de face desses passivos desdolarizados e do Real. Nos momentos negativos o oposto ocorre, isto é, saída de capitais estrangeiros, desvalorização do valor de face, sobretudo ações que possuem marcação à mercado, e do Real. Nota-se que essa dupla valorização/desvalorização do capital investido pelos estrangeiros contribui para aumentar/diminuir o tamanho do passivo externo bruto nos momentos positivos/negativos do ciclo.

Esse fenômeno pôde ser observado durante o segundo semestre de 2008, quando parte do estoque do passivo externo bruto ‘sumiu’ diante da desvalorização dos preços e do Real.

Como mostra a Tabela 15, o passivo externo bruto se reduziu em cerca de US\$ 340 bi entre junho e dezembro de 2008, sobretudo pelos Investimentos Diretos e em Carteira. Cabe ressaltar que, no segundo grupo, tanto a posição das ações negociadas no mercado doméstico quanto no exterior diminuiu, em linha com o comportamento dos mercados acionários no exterior. Portanto, a nova composição do passivo externo contribuiu para atenuar a saída de divisas durante a crise de 2008.

Tabela 15 – Posição de investimento internacional em 2008 (US\$ Milhões)

	mar/08	jun/08	set/08	dez/08
Ativo Externo (A)	414 562	428 697	449 236	421 650
Passivo Externo Bruto (B)	893 157	1 005 291	811 295	664 758
Investimento direto no país	323 585	360 287	322 425	287 697
Investimentos em carteira	465 688	537 008	371 447	264 694
Derivativos financeiros (exceto reservas)	2 064	2 510	3 589	2 450
Outros investimentos	101 821	105 486	113 834	109 916
Passivo Externo Líquido (A-B)	- 478 595	- 576 594	- 362 059	- 243 107

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Além de garantida a liquidez externa, as condições para solvência externa também se mantiveram sólidas durante a crise financeira. Mesmo com a desaceleração da economia mundial, as exportações encerraram 2008 próximas a US\$ 198,2 bi, enquanto o déficit em Transações Corrente foi de US\$ 30,9 bi, uma razão de quase seis vezes.

Em resumo, as mudanças observadas a nível de conjuntura internacional e as medidas adotadas para aproveitar o *boom* de commodities e de fluxos financeiros, notadamente o acúmulo de reservas, permitiram que o país crescesse acima do que vinha registrando nos anos anteriores. Entre 2003-08, o crescimento médio foi de 4,20% ao ano e positivo inclusive em 2008, como mostra a Tabela 16. Há que se ponderar que a maior parte dos impactos da crise financeira global foram sentidos em 2009. Todavia, será visto na próxima seção que o país teve condições de estimular a economia doméstica mesmo em meio ao cenário de crise global e diminuição momentânea do financiamento externo.

Tabela 16 – Taxa de crescimento do PIB no Brasil (2003-2008)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PIB	1,14	5,76	3,20	3,96	6,07	5,09

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

3.2 CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E A RECUPERAÇÃO ECONÔMICA (2009-2014)

Parte dos efeitos da crise financeira global se iniciaram em 2008, mas seus desdobramentos persistiram ao longo de 2009. Entre janeiro e setembro desse ano, a Conta Financeira registrou um volume de capitais estrangeiros voluntários insuficiente para financiar o déficit em Transações Correntes²⁴. Contudo, parte do ímpeto da evasão de fluxos financeiros foi atenuado pela dupla desvalorização dos passivos externos denominados em reais (BIANCARELLI, 2011). Tamanha foi a variação patrimonial negativa dos passivos denominados em reais que o passivo externo bruto brasileiro se reduziu entre o 2º tri/2008 até o 1º tri/2009. Naturalmente, passivos dolarizados também se desvalorizaram haja vista que os efeitos da crise atingiram mercados no exterior, porém a contribuição para a redução do passivo externo veio, principalmente, dos ativos desdolarizados.

Do ponto de vista do fluxo de comércio, exportações e importações recuaram, mas em proporções semelhantes, resultando em um nível de superávit comercial próximo ao observado em 2008. O recuo das exportações foi acompanhado da redução do déficit em Transações Correntes, mantendo a relação entre as duas próxima a 0,17 vezes (-TC/X). Visto de outra forma, ao fim de 2009 o volume exportado representava quase seis vezes o déficit da Conta Corrente, ou seja, longe de qualquer trajetória de insolvência externa. Além disso, o estoque de reservas internacionais caiu US\$ 10,3 bi entre outubro de 2008 a fevereiro de 2009, uma perda de apenas 5% em relação ao todo, mantendo o Brasil na condição de credor líquido externo durante toda a crise. Portanto, mesmo nos momentos mais agudos da crise, não houve a possibilidade de insolvência e/ou iliquidez externa, tampouco trajetória que levasse a elas.

Apesar de afastadas as chances de eventos mais dramáticos, a crise gerou volatilidade sobre a BP, sobretudo na Conta Financeira e no mercado de câmbio. Para atenuar o choque cambial, o BCB atuou no mercado de câmbio oferecendo linhas de recompra e no mercado spot, tentando interferir nas expectativas futuras de agentes privados, mas sem que isso resultasse em um controle da trajetória da taxa nominal. Após a maxidesvalorização de 49% observada no segundo semestre de 2008, a taxa nominal oscilou ao redor do patamar de 2,30

²⁴ Para Biancarelli (2011), tecnicamente, esse foi um período de crise cambial.

R\$/US\$ no primeiro trimestre de 2009. Após isso, retomou trajetória de apreciação até o fim do ano.

No segundo trimestre de 2009, foi possível observar os primeiros sinais de que a crise havia sido estabilizada. Intervenções de Bancos Centrais nos mercados financeiros e medidas contracíclicas no campo monetário e fiscal começaram a surtir efeito. Nas economias desenvolvidas, notadamente os EUA, as taxas de juros foram estipuladas próximas a zero. Ao mesmo tempo, as economias desenvolvidas e emergentes de porte relevante, como o Brasil, reagiram ao choque com a ampliação de gastos públicos. A combinação entre expansão monetária e estímulos fiscais contribuiu para a normalização da economia global, diminuição da aversão ao risco e retorno dos fluxos financeiros.

As commodities logo se beneficiaram desse cenário. Os preços do petróleo e minério de ferro começam a se recuperar em 2009 e mantiveram uma trajetória de alta até 2011, embora não tenham atingido o pico observado no período pré-crise. Para o Brasil, essa valorização foi positiva, pois compensou o fraco dinamismo do fluxo de comércio internacional pós crise. Dessa forma, pelo efeito preço, as exportações se recuperaram em 2010 e 2011, como pode ser visto na Tabela 16.

Por outro lado, os preços bens semimanufaturados e manufaturados não registraram a mesma recuperação, pois, embora as medidas contracíclicas adotadas pelos países desenvolvidos tenham surtido efeito para conter a queda do produto interno, elas não foram suficientes para retomar a tendência de crescimento mundial observada no período pré-crise, tampouco para recuperar a dinâmica do comércio internacional. Nesse cenário, a entrada da China como vendedora de bens industrializados acirrou a competição nesse mercado, levando a uma pressão baixista sobre os preços desses bens (BIANCARELLI, 2011 e BIANCARELLI et al., 2018).

Tabela 16 - Balanço de Pagamento do Brasil entre 2009-2014 (US\$ milhões)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Transações correntes	- 26 429	- 79 237	- 76 488	- 84 432	- 79 990	- 101 679
Balança comercial - Balanço de Pagamentos	24 790	18 358	27 525	16 908	369	- 6 739
Exportações	153 525	201 197	255 403	241 982	241 511	223 971
Importações	128 735	182 839	227 878	225 074	241 142	230 710
Serviços	- 19 574	- 30 246	- 37 266	- 40 301	- 46 559	- 48 239
Renda primária	- 34 983	- 70 245	- 69 731	- 63 876	- 37 484	- 49 427
Renda secundária	3 338	2 896	2 984	2 838	3 683	2 725
Conta capital	237	242	256	208	322	231
Conta financeira (se negativo = captação líquida de capitais)	- 26 354	- 70 172	- 80 712	- 83 669	- 78 823	- 96 856
Investimentos – ativos	20 061	71 623	34 798	32 867	62 674	73 822
Investimentos – passivos	92 909	191 008	174 144	135 411	135 459	183 079
Investimento direto no país	31 481	82 390	102 427	92 568	75 211	87 714
Ações totais ^{2/}	37 071	37 671	7 174	5 602	11 126	11 493
Títulos negociados no mercado doméstico	11 933	17 516	5 250	11 373	30 962	27 068
Empréstimos e títulos de LP negociados no mercado externo	6 753	30 062	47 652	18 730	2 503	21 583
Empréstimos e títulos de CP negociados no mercado externo	- 2 817	27 428	- 3 888	- 4 125	- 146	24 896
Demais passivos ^{1/}	8 487	- 4 058	15 529	11 262	15 802	10 324
Derivativos	- 156	112	- 3	- 25	- 110	1 568
Ativos de reserva	46 651	49 101	58 637	18 900	- 5 926	10 833
Erros e omissões	- 162	8 823	- 4 480	554	845	4 592

1/ Inclui créditos comerciais.

2/ Inclui ações negociadas em bolsas de valores do Brasil e do exterior.

*Conta Financeira = Investimento ativo - Investimento passivo + Derivativos + Ativos de Reserva

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

As importações acompanharam a recuperação da economia brasileira e cresceram, entre 2009 e 2011, a uma taxa média anual levemente superior à das exportações, reduzindo o superávit da Balança Comercial. Para Biancarelli (2011), três fatores contribuíram para a redução do superávit comercial: i) o crescimento mais acelerado do Brasil frente às economias desenvolvidas; ii) a perda do dinamismo do comércio internacional pós-crise de 2008 e o acirramento com a China sobre as exportações de manufaturas e iii) trajetória de apreciação da taxa de câmbio em termos nominais e reais. Juntos, eles culminaram em um ambiente de baixo potencial para o crescimento das exportações e de maior propensão às importações²⁵.

Nos anos seguintes (2012-14), a tendência de deterioração do resultado da Balança Comercial se acentuou. O ritmo de crescimento da economia global permaneceu fraco e, aos poucos, os preços das commodities foram cedendo e deteriorando os termos de troca brasileiros, embora estes ainda tenham ficado em um patamar acima do registrado durante 2003-08. As exportações registraram queda entre 2012-14, enquanto as importações ficam estagnadas em 2012, crescem em 2013 com a aceleração da economia e voltam a cair em 2014 com a desaceleração. Mesmo assim, como a queda das exportações foi maior durante esses três anos, o saldo da Balança Comercial sai de um superávit de US\$ 16,9 bi em 2012 para o equilíbrio em 2013, enquanto em 2014 já registra déficit de US\$ 6,7 bi.

Durante o período de 2009-14, as contas de Serviços e Rendas continuaram exercendo pressão negativa sobre a BP. A primeira apresentou déficits crescentes à medida que a economia

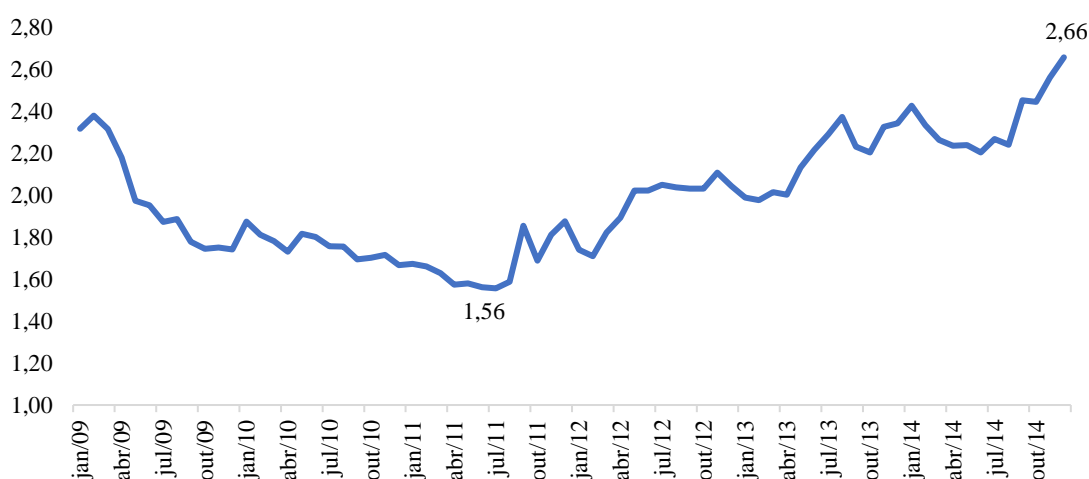
²⁵ Analisando a cesta de exportações brasileiras desse período, Biancarelli et al. (2018) apontam para a mudança de composição, com aumento de participação dos bens primários, estagnação dos semimanufaturados e queda das manufaturas.

brasileira se recuperava da crise global e pela valorização da taxa nominal de câmbio. Dentro de Serviços, destacaram-se o déficit de Aluguel de Máquinas, por conta dos projetos de infraestrutura do setor de Óleo e Gás, e o aumento de gastos de brasileiros com viagens ao exterior. Se, em 2009, o saldo das Viagens foi negativo em US\$ 5,6 bi, em 2014 atingiu déficit de US\$ 18,7 bi.

Já a conta de Rendas se dividiu entre os volumosos déficits da Renda Primária e os pequenos superávits da Renda Secundária. O volume de Lucros e Dividendos enviados ao exterior foi relevante durante todo o período, mas especialmente elevado em 2010, quando há uma reação forte e positiva da economia brasileira à crise, e 2012. Os gastos com Juros, por outro lado, apresentaram comportamento mais previsível e trajetória crescente, saindo de -US\$ 10,4 bi em 2009 para -US\$ 21,4 bi em 2014.

No agregado, a conta de Serviços encerrou 2014 com déficit de US\$ 48,3 bi, enquanto as contas de rendas somaram resultado negativo de US\$ 46,7 bi. Considerando o déficit da Balança Comercial, o saldo de Transações Correntes foi deficitário em US\$ 101,7 bilhões. O aumento do déficit ocorreu mesmo em meio a medidas adotadas pelo governo para contê-lo. Uma delas foi a desvalorização “controlada” da taxa nominal de câmbio, que visava recuperar a competitividade da indústria local, incentivando tanto a exportação de manufaturas quanto reduzindo as importações desses bens provenientes da Ásia (OREIRO, 2015)²⁶.

Gráfico 18 - Taxa nominal de câmbio R\$/US\$ (2009-2014)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

²⁶ Para o então ministro da Fazenda, Guido Mantega, as políticas monetárias expansionistas dos países industrializados provocaram uma “guerra cambial” na tentativa de ganhos de competitividade meio da desvalorização das moedas. Fonte: <https://exame.com/economia/mantega-temos-de-evitar-a-guerra-cambial/>

Como mostra o Gráfico 18, o Real começa a se desvalorizar a partir de 2011, após um grande ciclo de valorização (2003 a 2011)²⁷, mas isso não surtiu efeito prático sobre os resultados da Balança Comercial nos anos seguintes, visto que o *quantum* de exportações de bens semimanufaturados e manufaturados não registrou recuperação. Como resultado, a Balança Comercial ficou mais dependente da venda de bens primários (BIANCARELLI et al., 2018). Ou seja, os benefícios da desvalorização, no geral, aumentaram a renda em reais dos setores que já possuíam uma inserção no mercado internacional, mas não foi capaz de fazer com que o país entrasse e disputasse em novos mercados.

À princípio, a deterioração do resultado da Conta Corrente poderia trazer um aumento da restrição ao financiamento externo, mas isso não ocorreu. Primeiro, porque não se chegou a um patamar de déficit insustentável, tampouco uma trajetória que apontava para isso. Em 2014, as exportações ainda respondiam por mais de duas vezes o resultado da Conta Corrente. Em segundo lugar, a liquidez internacional permaneceu farta durante todo o período (2009-14), ponto que foi refletido na Conta Financeira por meio dos fluxos líquidos positivos e constantes.

Entre 2009 e 2014, foi registrada uma média de US\$ 78,6 bi ao ano destinados para IED, praticamente o triplo da média observada entre 2003 e 2008, de US\$ 26,4 bi ao ano. Para Biancarelli et al. (2018), esses investimentos ocorreram, principalmente, em função da reorientação estratégica de empresas multinacionais, diante dos desdobramentos da crise de 2008 e a ociosidade produtiva na China e em países industrializados. Reforça essa hipótese o fato de que a economia brasileira cresceu em um ritmo menos intenso em 2009-14 do que em 2003-08, sendo, portanto, a taxa de crescimento interno, uma variável que parece não explicar o aumento de IED nesses anos²⁸.

O Investimento em Carteira também foi uma fonte relevante de divisas durante o período. Em 2009-10, a recuperação dos preços das commodities valorizou as ações de empresas brasileiras do setor, e parte dessa euforia se estendeu para o Ibovespa como um todo. Nesses dois anos, o superávit de Ações foi de, respectivamente, US\$ 37,1 e US\$ 37,7 bilhões e, considerando apenas aquelas negociadas no mercado doméstico, o saldo foi positivo em US\$ 32,1 e US\$ 24,4 bi. O investimento estrangeiro em ações permaneceu relevante nos anos seguintes, mas em um patamar menor. Quem assumiu o protagonismo foram os Títulos negociados no mercado doméstico, cujo saldo anual saltou dos US\$ 11,4 bi em 2012, para US\$

²⁷ A valorização do Real ocorreu em meio ao ciclo positivo de liquidez e de comércio internacional. Entretanto, havia em paralelo uma intenção do governo em manter a tendência de apreciação da moeda local para ajudar no controle da inflação e ampliar a renda relativa do trabalhador brasileiro.

²⁸ Teoricamente, o nível de IED é sensível à taxa de crescimento. Para uma comprovação empírica dessa relação no caso da economia brasileira, ver Rosa (2016).

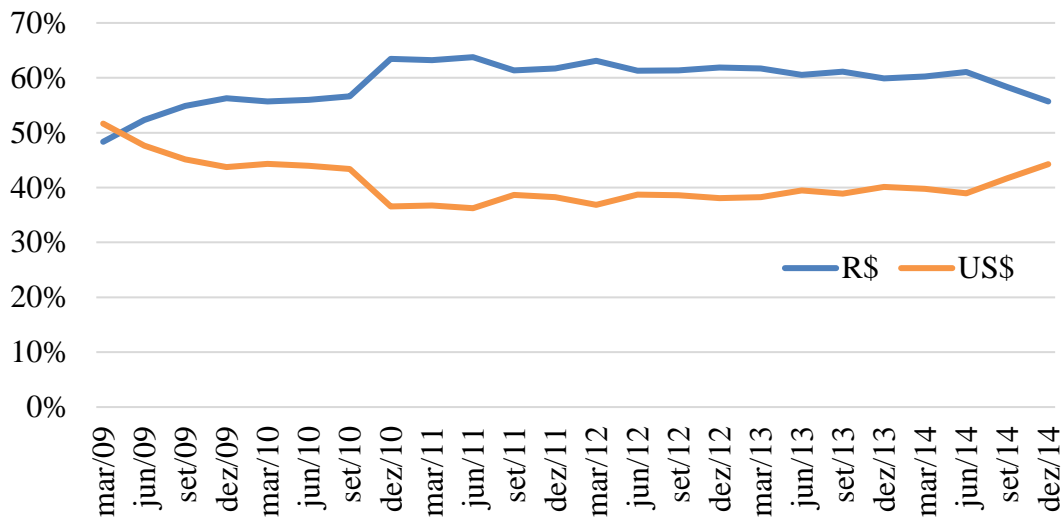
31,0 bi em 2013 e US\$ 27,1 bi em 2014. Esse movimento foi incentivado pelo aperto monetário executado pelo BCB que, sem a contrapartida em aumento do risco-país e dos juros internacionais, provocou o aumento do diferencial de juros²⁹.

A manutenção de um cenário externo favorável e a captação líquida de fluxos financeiros acima das necessidades de financiamento, permitiram ao governo ampliar ainda mais o estoque de Reservas Internacionais. Esse acúmulo ocorreu até o segundo trimestre de 2012, quando o nível de reservas ficou próximo de US\$ 370 bi, passando, a partir de então, a gravitar ao redor desse patamar. Comparado a janeiro de 2009, quando a posição era de “apenas” US\$ 188,1 bi, o país quase dobrou as reservas que possuía. Assim, o país solidificou sua posição como credor líquido externo e encerrou 2014 com uma dívida externa líquida negativa de US\$ 45,7 bi.

Durante o período (2009-14) também se observou a manutenção de um passivo externo bruto majoritariamente desdolarizado, como mostra o Gráfico 19. Com essa nova composição, a dinâmica do passivo externo agregado continuou mais sensível a fatores patrimoniais do que pelos fluxos registrados na BP. Em todos os anos do período, houve déficit na Conta Corrente, que foram financiados pelos fluxos de capitais estrangeiros. Contudo, o passivo externo bruto registrou crescimento apenas entre 2009 e 2011, enquanto de 2012 a 2014 se manteve estável, mesmo em meio ao acúmulo de novos passivos. Para Lara (2014), a estagnação do Ibovespa e a desvalorização do Real a partir de 2012 explicam essa trajetória.

Gráfico 19 - Passivo externo bruto (2009 a 2014)

²⁹ Ver Rosa (2016) para uma comprovação empírica da relação entre diferencial de juros e fluxos financeiros de curto prazo. Analisando dados da economia brasileira, o autor encontrou uma relação positiva entre o diferencial de juros e o influxo de capitais destinados a títulos de dívida negociados no mercado doméstico. Portanto, quanto maior o diferencial, espera-se que maior seja a entrada de capitais voltados a esses ativos. Duas outras variáveis apontaram significância no teste conduzido pelo autor, a taxa nominal de câmbio e o índice Ibovespa. O primeiro apresentou sinal positivo, isto é, a valorização do Real estimula o aumento de fluxos financeiros para os títulos, devido à possibilidade ganhos de *carry trade*. Já o segundo teve sinal negativo, ou seja, a valorização das ações desestimula o aporte de estrangeiros em títulos de dívida.



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Em síntese, o intervalo de 2009-14 foi benigno do ponto de vista externo. As condições de liquidez se mantiveram positivas após a recuperação da crise financeira global e, exceto pelos primeiros meses de 2009, não houve dificuldade de financiar os déficits da Conta Corrente (BIANCARELLI et al., 2018). Muito pelo contrário, foi possível acumular mais reservas com o excesso de fluxos financeiros. Mesmo assim, a economia brasileira cresceu, em média, 2,80% a.a. nesse período, abaixo dos 4,20% registrados entre 2003-08.

Tabela 17 – Taxa de crescimento do PIB no Brasil (2009-2014)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PIB	-0,12	7,53	3,97	1,92	3,01	0,50

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Os países desenvolvidos e o comércio internacional tiveram um desempenho pior do que o registrado entre 2003-08, porém não se pode atribuir a eles a desaceleração da economia brasileira, uma vez que seu peso em relação ao PIB é pequeno. Nesse sentido, fatores internos foram os responsáveis pela desaceleração, notadamente o arrefecimento da política fiscal (SERRANO & SUMMA, 2015b). Com as condições externas à época, assim como a posição de reservas e a relação saudável entre exportações e déficit em Conta Corrente, seria possível crescer mais sem que se gerasse uma pressão no Balanço de Pagamentos.

3.3 A “DUPLA TEMPESTADE” E A ECONOMIA BRASILEIRA EM CRISE (2015-2019)

Entre o segundo semestre de 2014 até 2016, os preços das commodities despencaram. A cotação do barril de petróleo e da tonelada de minério de ferro, por exemplo, saíram de um patamar de US\$ 100 e US\$ 130, respectivamente, para US\$ 30. Em parte, isso ocorreu pela desaceleração da economia chinesa e, conseqüentemente, a diminuição da demanda por mercadorias primárias (BIANCARELLI et al., 2018). Entretanto, fatores relacionados à oferta também desempenharam um papel relevante, como no petróleo.

A manutenção do preço do barril de petróleo na região dos US\$ 100 entre 2008-14 estimulou novos investimentos em áreas de menor produtividade e por meio de métodos não convencionais, dentre eles o *fracking*. Embora esse seja um método de produção conhecido desde a década de 1940, inovações técnicas permitiram que se tornasse viável economicamente a partir dos anos 2000 (ROOS, 2019). Mais do que isso, os investimentos na ampliação de capacidade por meio do *fracking* se tornaram dominantes na produção dentro dos EUA, devido aos custos cada vez mais competitivos e menor prazo de maturação em relação aos métodos tradicionais. Essas características consolidaram o *fracking* como o capital regulador dos preços de produção global e, na visão de Roos (2019), essa mudança na dinâmica da oferta foi responsável pela virada dos preços a partir de 2015.

A desvalorização nos preços dos primários provocou a retração dos termos de troca brasileiros em 2015 ao nível observado em 2009. O impacto sobre as exportações foi imediato, registrando recuo de 15,2% em 2015 mesmo diante de um crescimento de 8,5% no quantum exportado. A Tabela 18 traz a síntese do comportamento do Balanço de Pagamentos brasileiro durante o período.

Tabela 18 - Balanço de Pagamento do Brasil entre 2015-2019 (US\$ milhões)

	2015	2016	2017	2018	2019
Transações correntes	- 54 789	- 24 475	- 22 033	- 51 460	- 65 030
Balança comercial - Balanço de Pagamentos	17 445	44 544	57 325	43 376	26 547
Exportações	189 914	184 267	218 000	239 522	225 800
Importações	172 469	139 723	160 675	196 147	199 253
Serviços	- 37 050	- 30 602	- 38 324	- 35 996	- 35 489
Renda primária	- 37 935	- 41 543	- 43 170	- 58 824	- 57 272
Renda secundária	2 751	3 126	2 135	- 15	1 184
Conta capital	461	274	379	440	369
Conta financeira (se negativo = captação líquida de capitais)	- 56 647	- 16 092	- 17 075	- 52 342	- 64 357
Investimentos – ativos	25 660	31 344	31 450	12 062	29 253
Investimentos – passivos	87 325	55 705	54 323	70 084	69 228
Investimento direto no país	64 738	74 295	68 885	78 163	69 174
Ações totais ^{2/}	9 787	11 040	5 674	- 3 062	- 1 810
Títulos negociados no mercado doméstico	16 718	- 26 664	- 5 066	- 4 344	- 3 960
Empréstimos e títulos de LP negociados no mercado externo	- 7 925	- 16 819	- 10 973	- 8 885	- 14 963
Empréstimos e títulos de CP negociados no mercado externo	- 6 325	4 366	- 5 238	5 583	22 625
Demais passivos ^{1/}	10 332	9 487	1 041	2 630	- 1 839
Derivativos	3 450	- 969	705	2 753	1 673
Ativos de reserva	1 569	9 237	5 093	2 928	- 26 055
Erros e omissões	- 2 319	8 109	4 579	- 1 322	304

1/ Inclui créditos comerciais.

2/ Inclui ações negociadas em bolsas de valores do Brasil e do exterior.

*Conta Financeira = Investimento ativo - Investimento passivo + Derivativos + Ativos de Reserva

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A derrocada nos preços das commodities coincidiu com o início da crise econômica no Brasil e, à primeira vista, as variáveis poderiam parecer correlacionadas. Todavia, a contribuição do setor externo para a crise brasileira deve ser relativizada, porque não apenas as exportações representavam uma parcela pequena da demanda agregada interna, como também não faltou, em nenhum momento, financiamento externo ao déficit em Conta Corrente. Dessa forma, a crise de 2015-16 ocorreu devido a questões internas, sobretudo o aprofundamento da política de austeridade fiscal adotada pelo governo desde 2011 (SERRANO & SUMMA, 2015b; SERRANO & SUMMA, 2018). Carvalho e Carneiro (2022) apresentam o contexto da crise, evidenciando a forma com que, mesmo diante da piora do quadro interno, as condições externas foram preservadas e não se constituem como explicativa para a desaceleração econômica que o país vivenciou naquele momento.

Dito isso, Biancarelli et al., (2018) destacam que houve sim uma contribuição indireta do setor externo para a crise brasileira, vinculada à internacionalização da estrutura produtiva e a maior sincronização entre os mercados financeiros. A hipótese dos autores é de que, com o aumento de multinacionais na estrutura produtiva local e o consequente aumento da participação sobre o investimento privado agregado, fatores exógenos à economia brasileira acabaram se tornando relevantes para o nível de investimento privado agregado, como, por exemplo, estratégias competitivas de cada um desses conglomerados. Desse modo, a realocação produtiva dessas multinacionais em um contexto de baixo dinamismo do comércio

internacional se não contribuiu diretamente para a crise econômica, pelo menos teria interferido no baixo crescimento econômico observado a partir de 2016.

Independente do grau de contribuição do setor externo à crise em termos de estímulos à demanda agregada, fato é que, em termos de financiamento, a economia brasileira não sofreu com a escassez de divisas em nenhum momento. Muito pelo contrário, as condições externas indicavam a possibilidade de manutenção do crescimento pós-2014 e, devido aos efeitos contracionistas da crise sobre as importações e sobre os passivos externos desdolarizados, ficaram ainda melhores a partir de 2015. Um dos impactos imediatos da desaceleração econômica e deu nas importações de bens e serviços, que recuaram entre 2015-16. Elas voltam a subir a partir de 2017, mas as exportações também registram crescimento em meio à recuperação parcial nos preços das commodities. Dessa forma, o déficit registrado em 2014 foi revertido para superávit em 2015, sendo mantido até 2019. O resultado geral da Conta Corrente seguiu trajetória semelhante, com o déficit recuando até 2017, mas revertendo para alta em 2018-19.

Na Conta Financeira, o influxo de IED foi, em média, superior a US\$ 70 bilhões ao ano, suficiente para compensar o déficit em Transações Correntes. Mesmo com a desaceleração da economia doméstica, o volume médio de IED 2015-19 não divergiu tanto daquele registrado entre 2009-14, reforçando a hipótese de que a maior participação das multinacionais na estrutura produtiva local consolidou um fluxo recorrente de investimentos intercompanhia em algum grau desvinculados do nível de atividade econômica doméstico (BIANCARELLI et al., 2018). As operações intercompanhia, inclusive, se tornaram um dos passivos externos de maior participação. Apesar de serem denominadas em diversas moedas, essas operações são, majoritariamente, lastreadas em mercadorias e, portanto, contribuem para a desdolarização.

Os Investimentos em Carteira, por sua vez, foram negativamente afetados pela queda nos preços das commodities e a sinalização de reversão do ciclo de liquidez global, devido ao possível aumento dos juros norte-americanos, a “Dupla Tempestade” (BIANCARELLI et al., 2018, p. 98). Um movimento esperado considerando a sincronização entre os fluxos financeiros e o ciclo das commodities (AKYUZ, 2020). Ações que haviam surfado a onda positiva perderam atratividade para o investidor estrangeiro. Os títulos de dívida negociados no mercado doméstico também registraram saída líquida, mesmo com um diferencial positivo de juros. Entre 2015-19, ações e títulos domésticos registraram saldo líquido menor do que no período de 2009-14.

Em meio à virada de ciclo, o Real iniciou uma trajetória de desvalorização entre dez/2014 a set/2015, que rompeu com a estratégia de depreciação “controlada” implementada

desde 2011. A moeda brasileira se desvalorizou em quase 50% ante o Dólar (de R\$/US\$ 2,66 para R\$/US\$ 3,97)³⁰. Essa desvalorização gerou um impacto patrimonial negativo sobre os passivos externos desdolarizados, contribuindo para a redução do passivo externo bruto.

Em resumo, o Brasil enfrentou uma profunda crise economia durante o período de 2015-19. Mesmo apresentando taxas positivas entre 2017-19, a média de crescimento nesses cinco anos foi de -0,50% ao ano, a pior média dentre os períodos aqui analisados.

Tabela 19 – Taxa média de crescimento do PIB no Brasil (2015-2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
PIB	-3,55	-3,28	1,33	1,78	1,22

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Apesar da controvérsia em relação ao grau de contribuição que o setor externo teve para a desaceleração econômica brasileiro, do ponto de vista da restrição externa, não houve paralisação ou interrupção do financiamento externo. Também não houve piora das contas externas, pelo contrário, a crise econômica e a desvalorização do Real ajudaram nos resultados da BP e da PII. Por fim, as condições de solvência e liquidez externa se mantiveram sólidas e, portanto, afastando qualquer dúvida em relação à sustentabilidade externa. Dessa forma, pode-se afirmar que a crise econômica ocorreu fundamentalmente devido à inflexão (equivocada) de política econômica a partir de 2015.

3.4 SÍNTESE DO PERÍODO (2003-2019)

Tomando o período de 2003-2019 como um todo, cabe fazer algumas considerações. Ele se inicia com a melhora do ambiente externo, ampliação da liquidez e do crescimento mundial. Países emergentes se beneficiaram desse cenário aumentando as exportações e garantindo superávits na Conta Corrente. No Brasil, os superávits se mantiveram até 2007, relaxando a restrição da BP sobre o crescimento interno e possibilitando ao país reorganizar seus passivos externos, em especial a quitação da dívida junto ao FMI em 2005.

Embora o fluxo comercial tenha virado positivamente desde 2003, os fluxos financeiros estrangeiros se intensificaram no Brasil apenas a partir de 2006, quando já havia

³⁰ Em paralelo à crise econômica, instaurou-se uma crise política que contribuiu para gerar mais instabilidade ao câmbio. A crise política somente teria um desfecho em 2016, com a destituição da presidenta.

ocorrido uma redução generalizada nos indicadores de risco-país da periferia (AIDAR & BRAGA, 2020). Nesse momento, parte dos fluxos começou a ser destinada a ativos locais, denominados em Real. Ações, títulos de dívida e participação no capital de empresas negociados no mercado doméstico passaram a receber mais investimentos de estrangeiros. O governo brasileiro aproveitou o aumento desses fluxos, mais do que suficiente para financiar a Conta Corrente, para acumular uma quantidade robusta de reservas, suficiente a ponto de reverter a condição de devedor para credor líquido externo.

O apetite de estrangeiros por ativos denominados em Real concomitante à variação patrimonial positiva desses ativos entre 2003-08, alteraram a composição do passivo externo bruto brasileiro. Já ao fim de 2008, os ativos denominados em Real haviam se igualado àqueles denominados em Dólar. A nova composição mudou a dinâmica de variação do passivo externo bruto, que ficou mais sensível aos efeitos patrimoniais do que pelos fluxos registrados na BP (NOIJE, 2010 e LARA, 2014). Dito de outra forma, as oscilações na taxa nominal de câmbio e no valor de face dos ativos desdolarizados, passaram a contribuir mais para a variação do passivo externo bruto do que os fluxos da Conta Financeira, tampouco os resultados da Conta Corrente³¹.

A desdolarização do passivo externo não se limitou ao Brasil, pois, como mostra Akyuz (2021), o fenômeno ocorreu em outros países emergentes a partir dos anos 2000. Neles, a composição também migrou do endividamento em dólar para ativos (*'equities'*), como ações e títulos de dívida, denominados nas respectivas moedas domésticas. Portanto, no conceito de Eichengreen e Hausmann (1999), tratou-se de uma redução generalizada do pecado original para países da periferia, que antes não conseguiam se financiar no exterior por meio da própria moeda.

Embora a redução do pecado pareça positiva à primeira vista, alguns autores interpretaram esse fenômeno de forma crítica. De Paula et al. (2020), por exemplo, enxergaram apenas uma mudança no formato do pecado e não a redução da fragilidade externa da periferia em si. Devido à maior integração financeira com o centro e a dependência dos fluxos de capitais estrangeiros, os autores entendem que a fragilidade externa se intensificou. Por sua vez, Akyuz (2021) ressalta o custo assimétrico da nova composição dos passivos externos líquidos, resultando na transferência de renda da periferia ao centro, devido ao descompasso entre ativos externos de baixo retorno e passivos de alto retorno.

³¹ Embora os fluxos financeiros não tenham sido determinantes para explicar a variação do PEB brasileiro nos anos 2000, eles foram e continuam sendo importantes para a determinação da taxa nominal de câmbio, que influi na variação patrimonial.

Ambas as críticas são válidas. Os fluxos financeiros são intrinsecamente voláteis e possuem uma dinâmica cada vez mais autônoma em relação à economia real. Essa volatilidade pode ser encarada como um ponto de fragilidade para as contas externas e, talvez por isso, de Paula et al (2020) tenham apontado para uma “metamorfose da vulnerabilidade externa”. Contudo, como ressaltado por Hoffman (2020), o risco de descasamento monetário migrou totalmente para o investidor estrangeiro quando estes passaram a aceitar ativos denominados nas moedas locais.

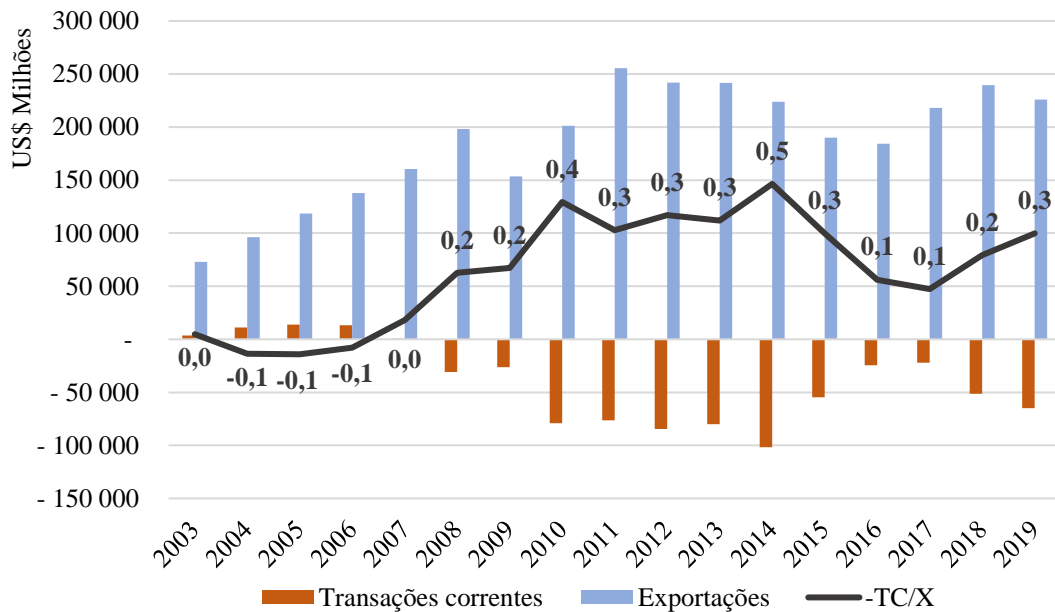
Nesse sentido, a crise de 2008 foi um exemplo, pois independente da volatilidade observada para os fluxos financeiros, a periferia como um todo não sofreu crises cambiais. Muito pelo contrário, ainda puderam adotar medidas anticíclicas de expansão de gastos públicos e estímulo ao crescimento econômico (FREITAS et al., 2016). Esse foi também o cenário observado no Brasil. O país sofreu com a fuga de capitais e teve um influxo de capitais voluntários insuficiente para compensar o déficit em Transações Correntes por alguns meses entre 2008 e 2009, mas isso não o impediu de tomar medidas de estímulo à demanda agregada. Outros fatores além da desdolarização colaboraram para isso, como o estoque robusto de reservas internacionais e o regime cambial de flutuação suja, de modo que, tanto a liquidez quanto a solvência das contas externas brasileiras ficassem asseguradas. Portanto, se a dinâmica das contas externas brasileiras e da periferia em geral pode ter se tornado mais volátil, ela definitivamente ficou menos restritiva ao crescimento que em outras épocas.

A crise de 2008 foi um divisor de águas para a dinâmica do comércio internacional e para as exportações brasileiras. Estas até se recuperaram imediatamente após a crise, com a valorização das commodities, mas ficam estagnadas entre 2011-19. Como o país cresceu pouco nesse período, não houve maiores consequências sobre a sustentabilidade da BP. Os déficits da Conta Corrente tiveram uma trajetória errática, mas predominantemente declinante. Por outro lado, a crise de 2008 também inaugurou a era das taxas de juros próximas a zero nos países desenvolvidos. Essa política monetária ultra expansionista garantiu ampla liquidez internacional e facilitou o financiamento dos déficits brasileiros até 2019. O país se manteve como credor líquido externo, embora tenha parado de acumular reservas, e viu seu passivo externo bruto permanecer majoritariamente desdolarizado.

No período consolidado (2003-2019), tanto a solvência quanto a liquidez externa melhoraram substancialmente. A solvência foi beneficiada pelo crescimento contínuo das exportações de 2003 até 2011, com a exceção de 2009 em função da crise global. Em um primeiro momento, de 2003-07, a Conta Corrente registrou superávits, logo não havia o que se falar sobre insustentabilidade. Entre 2012-19, há uma estabilização do indicador entre 0,1 e 0,5,

sobretudo em função do déficit em Conta Corrente, visto que as exportações gravitaram ao redor do mesmo patamar. No pior ano, 2014, a razão de solvência foi de 0,5, ou seja, as exportações correspondiam a cerca de duas vezes o déficit em Transações Correntes, um patamar longe de ser considerado insustentável e/ou considerado pelos investidores estrangeiros como perigoso para interromper o financiamento externo.

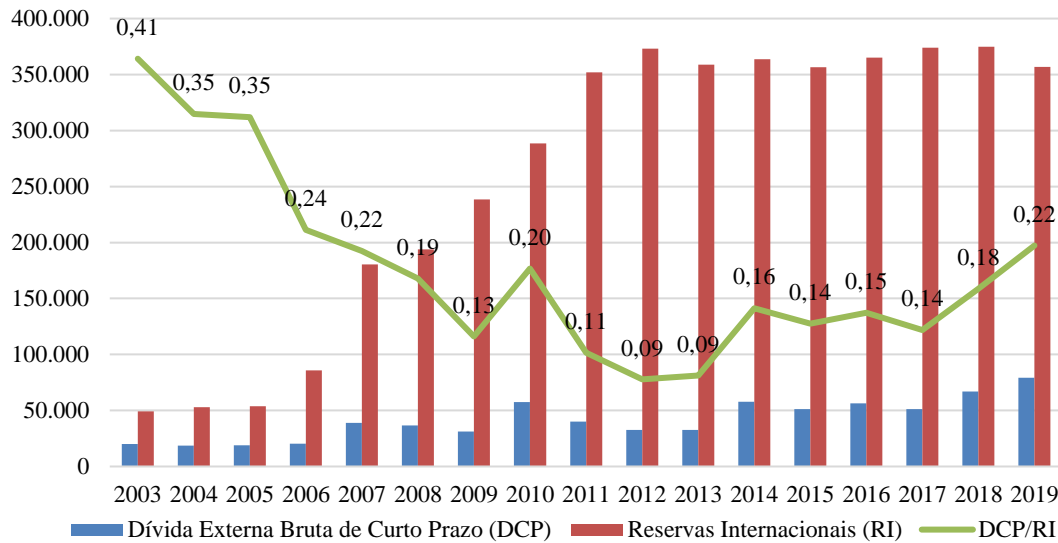
Gráfico 20 - Indicador de Solvência Externa do Brasil (2003-2019)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

No caso da liquidez externa, é possível separar a trajetória em três momentos: i) estabilidade de 2003 a 2005, quando o país reorganizou suas contas externas, porém sem acúmulo de reservas; ii) melhora substancial de 2006 a 2011, período que concentra o acúmulo de reservas e iii) leve piora de 2012 a 2019, quando o patamar de reservas se mantém, mas há aumento da dívida externa de curto prazo. Essa trajetória é exposta no Gráfico 21.

Gráfico 21 - Indicador de Liquidez Externa no Brasil (2003-2019) – US\$ Milhões



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

As trajetórias desses indicadores ilustram a melhora das condições externas brasileiras, com impactos positivos sobre as restrições do BP. Essas novas condições possibilitaram, por exemplo, a adoção de políticas de estímulo ao crescimento durante a crise de 2008, enquanto o capital estrangeiro deixava o país. Entre 2003-08, a taxa média de crescimento da economia brasileira se acelerou em relação ao período de 1999-2002. A expansão das exportações foi positiva para estimular a produção local, mas a principal contribuição do setor externo foi indireta, isto é, o relaxamento das restrições da Balança de Pagamentos, permitindo que se compatibilizasse aceleração do crescimento com equilíbrio das contas externas.

Tabela 20 – Taxa média de crescimento do PIB no Brasil (2003-2019)

	2003-08	2009-14	2015-19
PIB	4,20	2,80	-0,50

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

No período de 2009-14, as condições externas são menos favoráveis em termos de comércio, mas permanecem positivas em relação à liquidez internacional (BIANCARELLI et al., 2018). Exceto nos primeiros meses de 2009, não faltou financiamento externo. Entretanto, decisões internas de política econômica induziram à desaceleração econômica a partir de 2011 (SERRANO & SUMMA, 2015b; SERRANO & SUMMA, 2018). A média de crescimento registrada nesse período é menor daquela registrada entre 2003-08, embora o país tenha

registrado fluxos financeiros mais que suficientes para financiar os déficits em Conta Corrente e ainda tenha sustentado uma posição sólida em relação à solvência e liquidez externa.

A intensificação da agenda de austeridade provocou um crescimento econômico ainda pior em 2015-19. Novamente, não houve escassez de financiamento externo, embora o período tenha registrado a reversão dos preços das commodities e o princípio da normalização da política de juros norte-americana, que não durou muito tempo até voltar ao patamar de juros zero.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A restrição externa, ou escassez de divisas, é uma condição imposta aos países que não emitem a moeda internacional. Esse é o caso do Brasil. Nesse sentido, o objetivo principal deste trabalho foi analisar o comportamento das contas externas brasileiras, entre 1992 e 2019, à luz da disponibilidade de divisas para honrar os compromissos externos. Uma das hipóteses iniciais era de que, a partir dos anos 2000, e assim como para outros países emergentes, a restrição externa havia se reduzido ao Brasil.

Mostramos que isso ocorreu, os indicadores externos expostos neste trabalho apontam que, sob todos os aspectos, a condição externa brasileira melhorou em relação aos anos 1990. A partir de 2003, o país se beneficiou da virada positiva no cenário internacional e conseguiu expandir as exportações, garantir superávits em Conta Corrente e reorganizar seu passivo externo. Essa melhora, expandida a outros países da periferia, reduziu de forma generalizada a percepção de risco em relação a esse grupo e, no caso brasileiro, devido ao porte de sua economia e farto crédito externo, tornou o país destino de amplo investimento estrangeiro. Ativos financeiros locais, antes considerados indesejáveis pelo seu risco e por estarem denominados em Real, passaram a compor o portfólio de investidores estrangeiros. Um claro sinal de aumento do financiamento externo por meio de sua própria moeda e, por definição, redução do pecado original. Além de transferir o risco cambial aos investidores estrangeiros.

O aumento dos fluxos de capitais estrangeiros na primeira década dos anos 2000 gerou duas contribuições positivas para a diminuição da restrição externa. A primeira foi o acúmulo de reservas internacionais, a ponto do país se tornar um credor externo líquido. Só que, diferentemente do período dos anos 1990 em que o câmbio era administrado, o sistema de flutuação protegeu as reservas nos momentos de crise e saída de capitais. Nota-se, assim, a assimetria positiva desse sistema, em que o excedente de fluxos financeiros permite o acúmulo de reservas, mas a saída líquida não implica, necessariamente, na perda desse estoque. A segunda contribuição do aumento dos fluxos foi na direção de desdolarizar o passivo externo bruto brasileiro. Nesse sentido, a contribuição foi direta (fluxos destinados a ativos denominados em Real) e indireta (fatores patrimoniais - valorização do Real e do valor de face dos ativos). A nova composição do passivo externo mostrou ser benigna ao atenuar a saída de divisas nos momentos de crise.

O arranjo atual, composto por uma posição robusta de reservas, a flutuação cambial suja e um passivo externo mais desdolarizado, mostrou ser resistente às oscilações da liquidez internacional. Durante o período analisado neste trabalho, a maior delas ocorreu em 2008 com

a crise financeira global. Houve volatilidade, saída brusca de capitais e desvalorização cambial, entretanto, não houve escassez de divisas para financiar o Balanço de Pagamentos. Pelo contrário, o governo pôde atuar com políticas anticíclicas, de estímulo à demanda agregada. Portanto, não se pode dizer que a restrição externa não diminuiu em relação ao que era antes.

Nesse sentido, as considerações de autores como de Paula (2020) e Akyuz (2021) dão ênfase à volatilidade dos fluxos financeiros e do câmbio, mas deixam de reconhecer que, à despeito dela, o Brasil (e periferia) consegue determinar sua política econômica interna com relativa autonomia em relação ao centro, uma condição que nos anos 1990 era muito mais restrita. Além disso, há instrumentos de controle que podem atenuar a volatilidade cambial sem abandonar o regime de flutuação suja, como o uso de derivativos no mercado futuro.

Enquanto os pilares do arranjo se mantiverem, não parece que oscilações na liquidez internacional irão alterar a solidez externa brasileira. Cabe ao país aproveitar essa condição para implementar uma política de desenvolvimento ativa e reduzir, de forma estrutural, sua dependência produtiva-tecnológica em relação ao exterior.

REFERÊNCIAS

- AIDAR, G.; BRAGA, J. Country-risk premium in the periphery and the international financial cycle 1999-2019. **Investigación económica**, v. 79, n. 313, p. 78-111, 2020.
- AKYÜZ, Y. The commodity-finance nexus: twin boom and double whammy. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 24, 2020.
- AKYÜZ, Y. External balance sheets of emerging economies: low-yielding assets, high-yielding liabilities. **Review of Keynesian economics**, v. 9, n. 2, p. 232-252, 2021.
- AMICO, F. Growth and technological-financial dependence cycles: Following the prebisch footprint. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 24, 2020.
- BHERING, G.; SERRANO, F. A restrição externa e a “Lei de Thirlwall” com endividamento externo. **Anais do XLII Encontro Nacional de Economia**. ANPEC, 2014.
- BHERING, G.; SERRANO, F.; FREITAS, F. Thirlwall's law, external debt sustainability, and the balance-of-payments-constrained level and growth rates of output. **Review of Keynesian Economics**, v. 7, n. 4, p. 486-497, 2019.
- BIANCARELLI, A. M. **Liberalização financeira, fluxos de capital, financiamento externo: três momentos de um debate no Brasil (1989-2002)**. 2003. Tese de Doutorado. [sn].
- BIANCARELLI, A. M. Riscos na travessia? O financiamento externo e os desafios futuros da economia brasileira. *In*: CARNEIRO, R.; MATIJASCIC, M (org.). **Desafios do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2011.
- BIANCARELLI, A. M. Uma nova realidade do setor externo brasileiro, em meio à crise internacional. Texto para discussão, 2012.
- BIANCARELLI, A. M.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. **Para além da política econômica**. São Paulo, Unesp Digital, 2018.
- BIANCARELLI, A. M. A velha senhora, em roupas novas: vulnerabilidade externa no Brasil atual. *In*: Chilliato L. M. V (org.). **Alternativas para o desenvolvimento brasileiro: novos horizontes para a mudança estrutural com igualdade**. Santiago: CEPAL, 2019. LC/TS. 2019/27 LC/BRS/TS. 2019/3 p. 217-240, 2019.
- BIESLCHOWSKY, R. Do “manifesto latino-americano” de Raul Prebisch aos dias de hoje: 70 anos de estruturalismo na Cepal. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 24, p. e202411, 2020.
- BOFINGER, P.; WOLLMERSHÄUSER, T. Managed floating as a monetary policy strategy. **Economics of Planning**, v. 36, p. 81-109, 2003.
- BRASIL. Banco Central do Brasil. Circular n. 3086, de 15 de fevereiro de 2002.
- CALVO, G. A.; VÉGH, C. A. Inflation stabilization and BOP crises in developing countries. **Handbook of macroeconomics**, v. 1, p. 1531-1614, 1999.

- CALVO, G. A.; REINHART, C. M. Fear of floating. **The Quarterly journal of economics**, v. 117, n. 2, p. 379-408, 2002.
- CARSTENS, A.; SHIN, H. S. Emerging markets aren't out of the woods yet. **Foreign Affairs**, 2019.
- CARVALHO, M. H.; CARNEIRO, V. Breve nota sobre a regressão socioeconômica e a estabilidade do setor externo entre 2015 e 2021. **Brazilian Keynesian Review**, v. 8, p. 235-247, 2022.
- CERQUEIRA, C. A. Dívida externa brasileira. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.
- COPOM. Ata nº72, publicada em 26 de junho de 2002, 2002a.
- COPOM. Ata nº73, publicada em 24 de julho de 2002, 2002b.
- COPOM. Ata nº76, publicada em 16 de outubro de 2002, 2002c.
- DE PAULA, L. F.; FRITZ, B.; PRATES, D. The metamorphosis of external vulnerability from 'original sin' to 'original sin redux': Currency hierarchy and financial globalisation in emerging economies. 2020.
- EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. Exchange rates and financial fragility. 1999.
- EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters. **National Bureau of Economic Research**, Inc, 2003.
- EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. The pain of original sin. **Other people's money**: Debt denomination and financial instability in emerging market economies, p. 13-47, 2005.
- FARHI, M. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. **Política econômica em foco**, v. 7, p. 152-183, 2005.
- FRANKEL, J. Systematic managed floating. **Open Economies Review**, v. 30, p. 255-295, 2019.
- FREITAS, F.; DE MEDEIROS, C. A.; SERRANO, F. Regimes de política econômica e o descolamento da tendência de crescimento dos países em desenvolvimento nos anos 2000. *In*: **Dimensões estratégicas do desenvolvimento brasileiro**. Continuidade e mudança no cenário global: desafios à inserção do Brasil, p. 17-46, 2016.
- HERMANN, J. **Liberalização e crises financeiras**: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2002.
- HERMANN, J. Liberalização financeira e crise cambial: a experiência brasileira no período 1987-99. **Regulação financeira e bancária**. São Paulo: Atlas, p. 210-258, 2005.
- HERMANN, J. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Economia e Sociedade**, v. 19, p. 257-290, 2010.

HOFMANN, B.; SHIM, I.; SHIN, H. S. Bond risk premia and the exchange rate. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 52, n. S2, p. 497-520, 2020.

HOFMANN, B.; SHIM, I.; SHIN, H. S. Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic. **Available at SSRN 3761875**, 2021.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. EXECUTIVE BOARD. **Debt-and Reserve-related Indicators of External Vulnerability**: On May 1, 2000, the Executive Board Held a Seminar on Debt-and Reserve-related Indicators of External Vulnerability. International Monetary Fund, 2000.

LARA, F. M. Solvência e liquidez externas: aspectos teóricos, contábeis e a definição de indicadores sintéticos para análise de conjuntura. Porto Alegre: FEE, 2012.

LARA, F. M. Comportamento do passivo externo líquido brasileiro entre 2001 e 2013: o papel dos fatores patrimoniais. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 42, n. 1, p. 9-22, 2014.

LOPES, F. L. Notes on the Brazilian Crisis of 1997-99. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 23, p. 376-404, 2003.

MEDEIROS, C. A. Raízes estruturais da crise financeira asiática e o enquadramento da Coreia. **Economia e Sociedade**, v. 7, n. 2, p. 151-172, 1998.

MEDEIROS, C. A.; SERRANO, F. Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil. **Polarização mundial e crescimento**, v. 1, p. 105-135, 2001.

MEDEIROS, C. A.; SERRANO, F. Capital flows to emerging markets under the flexible dollar standard: a critical view based on the Brazilian experience. **Monetary Integration and Dollarization**, p. 218-42, 2006.

OREIRO, J. L. Do tripé macroeconômico ao fracasso da nova matriz: a evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999-2014). **Revista Política**, Rio de Janeiro, p. 16-33, 2015.

PASTORE, J. M. D. Capitalização da dívida externa. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 47, n. 5, p. 64-65, 1993.

PIMENTEL, K. S. M.; CARVALHO, M. H.; SERRANO, F. Revisão crítica da proposta de utilização das reservas internacionais para objetivos de política fiscal nos quadros da pandemia de Covid-19. *In*: Fernandes, M. et al. (org.). **A doença do neoliberalismo: o falso dilema entre saúde e economia na pandemia do novo coronavírus**. São Paulo: Editora Livraria da Física, p. 142-178, 2021

Pinheiro, A.M.C. Privatização no Brasil: Por quê? Até Onde? Até Quando? *In*: Giambiagi, F., Moreira, M. **A economia brasileira dos anos 90**. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

PIRES, J. M.; VAN NOIJE, P.; DE CONTI, B. M. Vulnerabilidade externa brasileira nos anos 1980: uma análise a partir da posição internacional de investimentos e do fluxo de rendas. **Análise Econômica**, v. 37, n. 72, 2019.

PORTELLA FILHO, P. Plano Brady: da retórica à realidade. **Estudos Econômicos** (São Paulo), v. 24, n. 1, p. 55-105, 1994.

PREBISCH, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e seus principais problemas. **Revista brasileira de economia**, v. 3, n. 3, p. 47-111, 1949.

PREBISCH, R. Problemas teóricos e práticos do crescimento econômico: 1952. **Cinquenta anos de pensamento na CEPAL**. Rio de Janeiro: Record, 1, 71-136. 2000

RODRIK, D. The social cost of foreign exchange reserves. *International economic journal*, v. 20, n. 3, p. 253-266, 2006.

ROOS, B. C. **Efeitos da revolução do shale nos Estados Unidos sobre o preço de produção internacional do petróleo**. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2019

ROSA, R. D. S. **Passivo externo e desdolarização**: a vulnerabilidade externa brasileira em mutação. Dissertação de mestrado - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2016.

SANTOS, C. H. M.; BHERING, G. R. F.; PIMENTEL, D.; CIEPLINSKI, A. G. Por que a elasticidade-preço das importações é baixa no Brasil? Evidências a partir das desagregações das importações por categorias de uso. **Economia e Sociedade** (Unicamp. Impresso), v. 26, p. 141-164, 2017.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. **Observatório da economia global**, v. 6, 2011.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Macroeconomic policy, growth and income distribution in the Brazilian economy in the 2000s. **Investigación económica**, v. 71, n. 282, p. 55-92, 2012.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Mundell–Fleming without the LM curve: the exogenous interest rate in an open economy. **Review of Keynesian Economics**, v. 3, n. 2, p. 248-268, 2015a.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. **Center for economic and policy research**, p. 1-39, 2015b.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Conflito distributivo e o fim da “breve era de ouro” da economia brasileira. **Novos estudos CEBRAP**, v. 37, p. 175-189, 2018.

SERRANO, F.; SUMMA, R.; AIDAR, G. Exogenous interest rate and exchange rate dynamics under elastic expectations. **Investigación económica**, v. 80, n. 318, p. 3-31, 2021.

VERGNHANINI, R.; BIANCARELLI, A. M. Distribuição de renda, crescimento econômico e mudança estrutural na tradição do estruturalismo latino-americano: uma sistematização em quatro momentos. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 24, 2020a.

VERGNHANINI, R.; BIANCARELLI, A. M. Fluxos financeiros e desenvolvimento: as três abordagens no debate brasileiro, 2020b.