

# A política econômica do Governo Lula e o ajuste nas contas externas\*

André Moreira Cunha\*\*

Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e Pesquisador do CNPQ.

Daniela Magalhães Prates\*\*\*

Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

## Resumo

*Desde 1999, com a desvalorização do real e a subsequente implementação de um regime de câmbio flexível associado ao arcabouço de metas de inflação e a uma política fiscal bastante restritiva, a economia brasileira tem experimentado um ajuste importante em suas contas externas. Este trabalho analisa tal processo de ajustamento e seus limites. Sugere-se que a estratégia macroeconômica baseada naquele tripé não é uma condição suficiente para promover o crescimento sustentável com estabilidade no contexto de volatilidade da recente onda de globalização financeira.*

## Palavras-chave

**Economia brasileira; ajuste do balanço de pagamentos; globalização financeira.**

---

\* Versão atualizada em abril de 2005. Os autores agradecem os bolsistas de iniciação científica Guilherme Alexandre de Thomaz do CNPq-PIBIC, João Henrique Melo da Unicamp e Henrique Renck da UFRGS.

\*\*E-mail: amcunha@hotmail.com

\*\*\*E-mail: daniprates@eco.unicamp.br

## ***Abstract***

*Since 1999, with the Real devaluation, and the subsequent implementation of a flexible exchange rate regime associated with an inflation targeting framework and a very restrict fiscal policy, the brazilian economy has been experience an important adjustment in his external accounts. This paper analyses that adjustment process and its possible limits. We suggest that the macroeconomic strategy based on that triad is not a sufficient condition to promote sustained growth with stability, in a volatile context of the recent wave of financial globalization.*

**Artigo recebido em 15 mar. 2005.**

## **Introdução**

Há mais de uma década, o debate sobre os rumos da economia brasileira em geral e sobre a política econômica em particular tem se concentrado na dificuldade de o País retomar o crescimento de forma sustentável. Se, por um lado, o Plano Real foi capaz de debelar um processo crônico de descontrole inflacionário, por outro, a adoção da âncora cambial e a política de juros elevados geraram o acúmulo de sensíveis desequilíbrios de estoques nos *fronts* externo e fiscal. A gestão desses desequilíbrios em um contexto de reversão no quadro de liquidez financeira internacional, que fora um dos pressupostos para a estratégia de estabilização e “crescimento com poupança externa”, marcou a segunda fase do Plano — após a desvalorização cambial do início de 1999. Da mesma forma, a tutela do FMI e a implantação de um novo regime de políticas fiscal, monetária e cambial foram definindo os marcos da política econômica perseguida desde então.

Como pode ser visto na Tabela 1 do **Anexo**, os resultados da “Era Real” estão longe de configurar um quadro animador. A euforia da estabilização com algum crescimento nos primeiros anos, que garantiu a base para a reeleição do Presidente Fernando Henrique Cardoso, foi dando lugar à estagnação econômica, à deterioração do mercado de trabalho e ao aprofundamento dos passivos fiscal e externo. Foi nesse contexto socioeconômico que se deu a eleição do Presidente

Luiz Inácio Lula da Silva. Tendo de administrar uma profunda crise, potencializada pelas incertezas da transição política, o novo Governo optou por manter as diretrizes de política econômica herdadas do período anterior. O comando da área econômica foi confiado a pessoas alinhadas ao pensamento dominante no *establishment* financeiro. Buscou-se, com isso, o aval dos credores, numa linha que claramente apontava a acomodação dos conflitos distributivos que sustentam uma situação estrutural de má distribuição de renda, riqueza e oportunidades. Assim, um governo que havia sido eleito com um discurso de “mudança” tornou-se, com o tempo, uma engrenagem cada vez mais ajustada à manutenção do *status quo* na sociedade brasileira.

Até agora, tal opção conservadora tem se legitimado, devido à retomada recente do crescimento econômico e à melhoria nas condições de financiamento externo do País. É nesse ponto que se insere o presente trabalho. Procura-se analisar a qualidade do ajuste externo que vem se realizando desde 1999. Em especial, mostra-se que a conjuntura externa, tanto nos mercados financeiros quanto no comércio, indica para uma situação excepcionalmente favorável. Tem-se, com isso, uma clara oportunidade de se romper com o ciclo de instabilidade macroeconômica e de baixo crescimento derivado de um padrão de fragilidade financeira externa. Além desta **Introdução**, os argumentos estão estruturados em mais três itens. A seguir, retomam-se alguns pontos do debate recente sobre as prioridades da política econômica. Depois, faz-se uma análise detalhada do ajuste nas contas externas do Brasil, desde 1999. Conclui-se que, apesar das melhorias de fluxos, a existência de importantes desequilíbrios de estoques impõe um desafio crucial para os formuladores de política econômica. Se eles não forem enfrentados com políticas ativas na área cambial e de gestão dos fluxos privados de capitais, poderão comprometer o estabelecimento de um ciclo virtuoso de crescimento com estabilidade.

## 1 - A política econômica e o desempenho recente da economia brasileira

Nas Tabelas 1 e 2 do **Anexo**, pode-se ver um pouco do desempenho da economia brasileira no período do Plano Real. Este teve pelo menos duas fases. Entre sua implementação e janeiro de 1999, a utilização da âncora cambial, em um contexto inicialmente marcado por uma elevada liquidez externa, levou a uma sensível apreciação do real. Em conjunto com a redução unilateral de tarifas de importação, também como medida voltada para o combate à inflação, o real

forte gerou déficits comerciais crescentes, que, associados aos demais pagamentos de serviços e remessas de rendas diversas, levaram a conta corrente a posições negativas superiores a 4% do PIB. O Brasil perdeu espaço no comércio mundial exatamente em uma década de forte expansão das exportações mundiais.<sup>1</sup> O financiamento externo passou a depender tanto da atração de investimento externo direto, o que foi facilitado pelos processos de privatizações, quanto da manutenção de um elevado diferencial entre os juros internos e externos,<sup>2</sup> de modo a atrair investimentos em portfólio. Câmbio apreciado e juros elevados contribuíram para que a dívida líquida do setor público duplicasse no período e para o aumento da carga tributária em 10 pontos percentuais com respeito ao PIB — chegando a 40% da renda, um nível muito superior ao de economias de porte semelhante ao do Brasil.

A estabilidade de preços e os ganhos reais nos salários até 1997 geraram os dividendos eleitorais. Todavia a reeleição de FHC deu-se em meio a um ataque especulativo. A fuga de capitais de US\$ 40 bilhões levou, após a definição do pleito eleitoral, à realização do primeiro dos três programas do FMI, da “Era FHC”. A desconfiança dos detentores de ativos brasileiros quanto à sustentabilidade do regime de câmbio administrado levou, no começo de 1999, a uma desvalorização de mais de 70% do real. Sob o risco da volta da inflação e aderindo às sugestões do FMI, adotou-se um novo regime macroeconômico, que passou a vigorar, ao longo do segundo mandato de FHC, alicerçado em três elementos: câmbio flutuante, metas de inflação e geração de superávits primários (que excluem o pagamento de juros sobre a dívida pública) no setor público. Ainda assim, o período de câmbio apreciado e os juros reais elevados fizeram com que os estoques de dívida fiscal e de passivo externo duplicassem na “Era FHC” (Garcia, 2002; Garcia; Didier, 2001). A estratégia de estabilização, especialmente entre 1995 e 1998, implicou uma troca entre instabilidade de preços e vulnerabilidade externa crescente. Não à-toa, às vésperas da eleição

---

<sup>1</sup> Enquanto as exportações cresceram, em termos acumulados, somente 33% entre 1994 e 2001, as importações expandiram-se em mais de 68%. Entre 1995 e 2000, as exportações mundiais aumentaram a uma taxa média composta de 5%. Porém as exportações brasileiras cresceram somente 4,5%. Outros “emergentes” aproveitaram o *drive* exportador de forma mais intensa, com taxas anuais de crescimento das exportações muito superiores, tais como: México, com 14%; China, com 11%; Coréia, com 8%; Malásia e Indonésia, com 7%; e Tailândia, com 6% (estimativas dos autores com base nos dados do International Monetary Fund (1995/2001)).

<sup>2</sup> A taxa Selic média (remuneração dos títulos públicos, com prazos médios de cerca de três anos), deflacionada pelo IPCA (índice oficial de inflação), da “Era FHC” foi de 16% ao ano (Tabela 1 do **Anexo**). Com taxas equivalentes no mercado internacional, de 4% — estimada por nós a partir de dados do International Monetary Fund (2004b) —, chega-se a um diferencial de 12% em termos reais.

que levou Lula ao poder, no final de 2002, passou-se a questionar a capacidade do País de sustentar suas dívidas (Goldstein, 2003; Williamson, 2002).

A partir da adoção do regime de câmbio flutuante, a conta corrente do balanço de pagamentos (BP) passou a reagir positivamente aos estímulos de uma moeda mais competitiva e, em 2003 e 2004, aos de um ambiente internacional mais favorável (Tabelas 1 e 2 do **Anexo**). O saldo comercial passou de um déficit de US\$ 1,2 bilhão em 1999 para o superávit recorde de US\$ 33,7 bilhões em 2004. O superávit em conta corrente atingiu US\$ 4,1 bilhões (ou 0,8% do PIB) em 2003 e US\$ 11,7 bilhões (1,9% do PIB) em 2004. Em paralelo, nos dois primeiros anos do Governo Lula, a inflação retomou uma trajetória de queda<sup>3</sup>, e o Risco-País, que havia chegado à casa de 2.400 pontos básicos em 2002, estava entre 400 e 500 no final de 2004. A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) registrou uma alta acumulada expressiva em 2003 e 2004, ao redor de 160%, se medida em dólares.<sup>4</sup> No plano fiscal, a relação dívida/PIB era de 52% em dezembro de 2004, o menor nível em três anos. Houve um alargamento no seu prazo médio de vencimento e uma redução da parcela indexada à variação cambial.<sup>5</sup> Apesar desses resultados, a política monetária apertada fez com que as despesas com juros atingissem 9,3% do PIB em 2003, um nível superior à média do período 1995-02. Em 2004, tais gastos caíram para 7,3%. No lado real da economia, depois da manutenção do quadro recessivo em 2003, o ano de 2004 foi caracterizado por uma recuperação do crescimento da produção, do emprego e dos salários. O *drive* exportador, viabilizado por condições internacionais excepcionalmente favoráveis, foi o motor do crescimento.

Representantes do Governo Lula e vários analistas consideram que os indicadores supracitados são sinais de acerto na adoção da estratégia de

---

<sup>3</sup> É importante lembrar que, em novembro de 2002, a inflação mensal oficial (IPCA) chegou a 3%, o maior nível desde a implementação do Real. Isso significava uma taxa anualizada de mais de 40%. As expectativas de inflação apuradas pelo Banco Central do Brasil (2002) para os 12 meses seguintes, que antes das eleições se situavam dentro da meta inflacionária (ou seja, abaixo dos 5% para o IPCA), chegaram a 13% ao ano, em dezembro de 2002.

<sup>4</sup> Entre janeiro de 2003 e dezembro de 2004, os ganhos acumulados no mercado acionário atingiram a casa de 136% (Ibovespa, em reais), e a apreciação do câmbio nominal (R\$/US\$) atingiu 21%. Note-se que essa elevação se deu a partir de uma base frágil, pois, entre 2000 e 2002, houve uma queda acumulada de mais de 80% no Ibovespa.

<sup>5</sup> A apreciação do real contribuiu para reduzir a atratividade das aplicações indexadas à variação do dólar norte-americano. Com isso, a dívida atrelada ao dólar passou de cerca de 40% do total dos papéis em poder do público no final de 2002 a 10% no final de 2004. A parcela pré-fixada da dívida evoluiu, no mesmo período, de 2% para 18%. Ainda assim, é importante lembrar que a dívida mobiliária seguiu crescendo em 2003 e 2004, tanto em termos absolutos quanto relativos.

manutenção do tripé de gestão macroeconômica herdado do Governo FHC, qual seja: o câmbio flexível associado a uma crescente abertura financeira; um regime de metas de inflação; e a realização de expressivos superávits primários nas contas públicas. Dentro do debate econômico recente no Brasil,<sup>6</sup> tal opção é racionalizada a partir da perspectiva de que o problema macroeconômico central do País é de origem fiscal.<sup>7</sup> Argumenta-se que, para estabilizar a relação dívida/PIB no curto prazo e reverter sua tendência de elevação no longo prazo, há que se adotar medidas de contenção de gastos em uma gestão fiscal ortodoxa que sinalize para os credores a capacidade de solvência da dívida pública. A opção da elevação de receitas teria chegado ao seu limite. Somente a manutenção dos fundamentos de política macroeconômica do período 1999-02 seria capaz de garantir a “credibilidade” do Governo junto aos mercados financeiros. Soma-se a isso o esforço de se criarem condições estruturalmente estáveis de financiamento do setor público, especialmente pela via de reformas constitucionais (previdenciária, tributária, independência do Banco Central, etc.) que comprimam gastos e cristalizem o referido “tripé”.

Conquistada a credibilidade, segue o argumento, as taxas reais de juros poderiam ser reduzidas de forma gradual, o que abriria espaço para um maior crescimento da renda e, também, para uma redução nos custos de carregamento da própria dívida. As reformas na microeconomia completariam um quadro virtuoso de ajuste estrutural. Para ampliar a oferta de crédito e reduzir o *spread* bancário, bastaria implementar uma nova legislação de falência que aprimorasse a capacidade dos credores em reaver seus créditos em caso de inadimplemento. Para enfrentar as desigualdades sociais, haveria de se focalizar o gasto público das políticas sociais compensatórias. O setor privado realizaria os investimentos em infra-estrutura, a partir da alteração dos marcos regulatórios e da estatização dos riscos, agora na forma dos projetos de parceria público-privadas. Ficaria de fora dessa “agenda” a ampliação substantiva de investimentos públicos em áreas que atuam a favor da redução das desigualdades no longo prazo, como educação, saúde, saneamento, tecnologia, etc.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Recomenda-se a leitura dos trabalhos reunidos por Benecke e Nascimento (2003), Sicsu, Oreiro e De Paula (2003), Albuquerque e Velloso (2003) e Giambiagi e Moreira (1999), além de Giambiagi (2003) e Carneiro (2003).

<sup>7</sup> Ver, dentre outros, Garcia e Didier (2001), Garcia (2002), Williamson (2002), Goldstein (2003), Giambiagi (2003), Arida (2003a, 2003b), Bacha (2003) e Brasil (2003a, 2003b).

<sup>8</sup> Exemplo particularmente ilustrativo da visão hegemônica do Governo Lula está no documento **Gasto Social do Governo Central: 2001 e 2002** (Brasil, 2003), disponível no *site* [www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br)

No plano externo, a gestão fiscal conservadora garantiria a confiança dos investidores e, com ela, a poupança financeira em moeda forte, necessária para o financiamento estável do BP e para a elevação da taxa de investimentos. São pressupostos implícitos nessa estratégia, que pode ser sintetizada no termo *Confidence Building*<sup>9</sup>, o aprofundamento da liberalização financeira — no limite, tornando o real plenamente conversível (Arida, 2003a; 2003b; Bacha, 2003)<sup>10</sup>, o estreitamento da ação do Estado no estímulo aos investimentos domésticos (em função da contenção dos gastos) e o enfraquecimento de políticas capazes de redistribuir renda de forma estrutural. Em síntese, caberia ao Governo o papel exclusivo de manter a estabilidade macroeconômica e a abertura irrestrita da economia e, com isso, criar o ambiente de confiança capaz de incentivar os investidores internacionais a apostarem no Brasil. Tal posição, sustentada pelo Governo FHC e claramente identificada com os interesses de certos segmentos da sociedade, especialmente o setor financeiro, tornou-se também hegemônica no Governo Lula.

## 2 - O ajuste nas contas externas, no período 1999-04

A evolução do BP brasileiro, de 1999 a 2004, foi condicionada: pela mudança no regime de política econômica, cujo marco foi a adoção do câmbio flexível<sup>11</sup>; pela ampliação do grau de abertura financeira da economia em 2000, com eliminação praticamente total das restrições ainda existentes aos fluxos de capitais entre o País e o exterior; pelo choque externo excepcionalmente favorável de preços de *commodities*; e pela recuperação na demanda mundial, a partir de 2003. Contudo a adoção do regime de câmbio flutuante num ambiente de livre mobilidade de capitais aliviou apenas de forma parcial a situação de vulnerabilidade externa do País. Para demonstrar isso, divide-se esta análise

---

<sup>9</sup> Para uma crítica dessa estratégia, ver Belluzzo e Carneiro (2003).

<sup>10</sup> Vale mencionar que as recentes medidas liberalizantes do Banco Central caminham nesse sentido. As Resoluções nº 3.265 e nº 3.266, de março de 2005, unificaram o mercado cambial, ampliaram os prazos de retenção de dólares no exterior pelos exportadores e eliminaram os limites para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais e dólares e os remetam ao exterior.

<sup>11</sup> O segundo pilar desse regime, a política de metas de inflação — que se tornou âncora da política monetária —, foi implementado em junho de 1999.

em dois momentos. Inicialmente, mostra-se como a reversão dos déficits em conta corrente decorreu de uma sensível recuperação no comércio, que, por sua vez, deve ser explicada pelo choque externo positivo do biênio 2003-04. A seguir, são apresentados: (a) a dinâmica das contas capital e financeira, fortemente dependente dos ciclos *feast-famine* dos mercados financeiros globalizados e desregulamentados; e (b) os indicadores de vulnerabilidade externa.

## 2.1 - O desempenho da conta corrente: os efeitos do “choque benigno”

Observando-se os dados das Tabelas 1 e 2 do **Anexo**, fica evidente que o ajuste na conta corrente, depois de 1999 e especialmente em 2003 e 2004, deveu-se ao excelente desempenho da balança comercial, na medida em que os itens de serviços e rendas são estruturalmente deficitários. Assim, a análise do desempenho das transações correntes requer um exame detalhado da balança comercial no período, cujo superávit se ancorou na taxa excepcional de crescimento das exportações — cerca de 32% entre 2003 e 2004 —, num contexto de recuperação das importações — que se expandiram 30% em relação a 2003. É interessante notar que, até agora, a tendência de apreciação da taxa de câmbio real, mais intensa a partir do segundo semestre de 2004, não chegou a comprometer o saldo comercial.<sup>12</sup> O fato é que, em 2004, o superávit comercial atingiu o resultado excepcional de US\$ 33,7 bilhões, para o qual foi ainda mais decisiva a *performance* das exportações. Isto porque, enquanto, em 2003, esse superávit foi determinado pelo aumento das exportações num contexto de importações estagnadas, em 2004 esse aumento foi acompanhado por uma progressiva recuperação das importações, associada, em grande parte, à recuperação do nível interno de atividade e ao próprio crescimento das exportações, que implicou demanda por insumos importados. Assim, o ritmo de crescimento das exportações passou de um patamar médio entre 4% e 5% no período 1995-02 para 21% e 32% em 2003 e 2004<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Há uma certa defasagem temporal, estimada em nove meses pela Funcex (Boletim de Comércio Exterior, 2003), entre os fechamentos dos contratos de câmbio e os embarques efetivos e, assim, entre a evolução da taxa de câmbio real efetiva e o *quantum* exportado.

<sup>13</sup> É importante notar que, nesse biênio, o *quantum* exportado (60%) cresceu em um ritmo superior ao dos preços (34%).



O denominador comum que explica o crescimento significativo das quantidades exportadas em todas as classes de produtos é o crescimento sincronizado da economia mundial, que deve ter atingido 5% em 2004, segundo estimativas do FMI (International Monetary Fund, 2004b), taxa recorde desde 1976. No âmbito dos países em desenvolvimento, o crescimento estimado é ainda maior — cerca de 6,6%, taxa mais elevada em 30 anos —, associado ao dinamismo da Ásia, liderado pela China, o qual foi acompanhado por maiores taxas de crescimento na América Latina e na Europa do Leste. Essas taxas excepcionais de crescimento têm como contrapartida a expansão — igualmente um recorde recente — do comércio mundial, que deve atingir 8,5% em 2004, segundo a OMC.<sup>14</sup> Essa situação inédita em mais de duas décadas constitui uma das dimensões do “choque externo benigno”, que contribuiu decisivamente para o desempenho exportador do Brasil. Ressalta-se que os três principais mercados do País, que representam cerca de 50% das exportações — Estados Unidos, Argentina e China — destacaram-se em termos de taxas de crescimento econômico.

Outra dimensão do choque externo benigno — a alta dos preços das *commodities*<sup>15</sup> — beneficiou especialmente os produtos básicos e os semimanufaturados da pauta brasileira. Todavia, enquanto, em 2003, essa alta foi generalizada, atingindo as mais diversas modalidades de *commodities* — alimentos, grãos, óleos, metais, etc. —, em 2004, essas diversas categorias apresentaram desempenho distinto. A influência negativa da queda do preço da soja e derivados<sup>16</sup> sobre os preços dos produtos básicos e semimanufaturados exportados pelo Brasil foi compensada, parcialmente, pela alta dos preços de diversos metais, que mantiveram sua trajetória altista. Parcialmente porque a participação

---

<sup>14</sup> Ver World Trade Organization (2004).

<sup>15</sup> Entre 2001 e 2003, o preço da soja e derivados cresceu mais de 50%; em 2004, verificou-se uma tendência de queda. Já as *commodities* metálicas, cujos preços se ampliaram em cerca de 10% naquele período, atingiram um crescimento de 20% em 2004 (United Nations Conference on Trade and Development, 2004; The Economist, 2001/2004). Tal alta esteve associada a três principais determinantes, que se auto-reforçaram: a retomada da economia mundial; as características do crescimento chinês (altas taxas e investimentos em novas plantas); e compras especulativas por parte de fundos de investimento, fomentadas pela combinação particular dos preços-chave da economia mundial (taxas de juros baixas e desvalorização do dólar).

<sup>16</sup> A queda de quase 40% (em dólares) decorreu, principalmente, das melhores condições previstas para as próximas safras nos três principais produtores mundiais: Estados Unidos, Brasil e Argentina (United Nations Conference on Trade and Development, 2004; The Economist, 2001/2004).

das *commodities* agrícolas na pauta de exportação brasileira é superior à das metálicas (19% *versus* 10% respectivamente).

Em relação às exportações de manufaturados, o dinamismo da demanda externa — um dos pilares do choque externo benigno — contribuiu decisivamente para a manutenção do seu excelente desempenho, num contexto de apreciação da taxa de câmbio real, já que, no caso desses produtos, para os quais a concorrência via preço é importante, variações nessa taxa afetam diretamente sua competitividade em intensidade proporcional à elasticidade-preço da demanda. Ademais, como têm ressaltado alguns analistas<sup>17</sup>, as exportações de manufaturados no contexto atual parecem estar associadas a decisões estratégicas das empresas residentes, nacionais e estrangeiras, de direcionar para o exterior uma parcela relevante de sua produção. Essas decisões teriam sido induzidas, num primeiro momento, pelas desvalorizações cambiais de 1999 e 2002 e, num segundo momento, pelo encolhimento do mercado doméstico, pela menor incidência de carga tributária sobre essas vendas *vis-à-vis* às internas e pelo acesso a crédito externo mais barato (este último mais relevante no caso das nacionais)<sup>18</sup>.

Estudos recentes sugerem que o coeficiente de exportação da indústria brasileira aumentou após a mudança do regime cambial, em 1999. De acordo com Nassif e Puga (2004), considerando a indústria em geral, esse coeficiente passou de 14,7% em 1998 para 22,3% em 2003, aumentando na maioria dos setores. O estudo desses autores também resalta as diferenças de competitividade internacional dos diversos setores da indústria brasileira, a partir do cálculo dos índices setoriais de vantagens comparativas reveladas (VCRs) entre 1996 e 2004. Os resultados mostram que, no âmbito da indústria de transformação, além da manutenção das vantagens comparativas nos setores onde a economia brasileira tem competitividade estrutural — aqueles intensivos em trabalho (como têxtil e calçados) e/ou em recursos naturais (como metalurgia) —, nesse período, houve ganhos expressivos de competitividade nos setores de veículos automotores e aviação/ferroviário/embarcações/motos (em função, sobretudo, do de aviação). Tal resultado foi confirmado pelo exercício de Prates (2004), que

---

<sup>17</sup> Ver, por exemplo, Barros (2004, p. B2) e Balbi (2004, p. B1).

<sup>18</sup> Contudo a apreciação recente do real, que já comprometeu a rentabilidade das exportações de acordo com a Funcex (Boletim de Comércio Exterior, 2005), pode reverter algumas dessas decisões (caso, por exemplo, do setor calçadista) — ver Jurgenfeld e Salgado (2005) — e mesmo induzir a transferência da produção para filiais de empresas brasileiras no exterior (Watanabe; Salgado, 2005).

procurou avaliar o desempenho exportador dos setores que mais contribuíram para o crescimento das exportações.

Assim, a *performance* excepcional desse saldo em 2004 decorreu, em grande parte, de uma conjunção de fatores externos favoráveis, de caráter conjuntural ou de sustentabilidade incerta, que beneficiaram as exportações brasileiras, concentradas em *commodities* agrícolas e industriais: a expansão econômica da China, o patamar inusitadamente alto dos preços das *commodities* e a recuperação sincronizada da economia e do comércio mundial. Contudo, em grande parte devido ao seu perfil tecnológico, a pauta exportadora continua marcada pelo baixo dinamismo: de acordo com o Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (2005), os setores que mais contribuíram para o crescimento das exportações em 2004 tiveram declínio em sua participação no comércio mundial, entre 1996 e 2001.<sup>19</sup>

Finalmente, dois comentários sobre as importações. Por um lado, destacam-se as contribuições significativas ao seu crescimento (e negativas ao do saldo) por parte de alguns setores de alta intensidade tecnológica liderados pelas empresas transnacionais (ETs) (elementos químicos, químicos diversos e equipamentos eletrônicos), nos quais não houve substituição de importações em resposta às variações de preços relativos após as desvalorizações cambiais (Fligenspan, 2004). Aliás, nesses setores é improvável que ocorra essa substituição, devido às escalas de produção necessárias e ao controle da tecnologia por essas empresas.<sup>20</sup> Já nos setores produtores de insumos onde houve substituição de importações (medida pela redução do coeficiente importado) após a adoção do regime de câmbio flutuante — de acordo com o estudo de Fligenspan (2004), 12 dos 26 setores industriais pesquisados —, essa mudança não tem necessariamente caráter estrutural, pois ocorreu simultaneamente à queda da demanda doméstica dos setores que utilizam esses insumos. Assim, é provável que,

---

<sup>19</sup> O estudo de Ferraz e Ribeiro (2004), realizado para o período 1996-02, corrobora essa conclusão: no biênio 2001-02, 39% das exportações brasileiras referiam-se a produtos em decadência no comércio mundial (variações negativas), e 18,9%, a produtos em regressão (variações abaixo do crescimento médio desse comércio). Como a pauta de exportação brasileira não se alterou entre 2001-02 e 2003-04, essa proporção deve ter se mantido.

<sup>20</sup> Essa substituição depende da coordenação do Estado, mediante políticas industrial, de ciência e tecnologia e de comércio exterior integradas, voltadas para a atração de investimentos dessas empresas, a valorização da participação das filiais brasileiras nas redes mundiais de fornecimento e a ampliação dos investimentos de empresas nacionais do setor (Coutinho; Hiratuka; Sabbatini, 2003). Para um detalhamento dessas políticas, ver Coutinho e Sarti (2003).

num contexto de retomada sustentável do crescimento, ocorra aumento das importações desses setores e elevação do coeficiente importado.

Por outro lado, o aumento das importações em 2004 é reflexo da retomada do nível de atividades doméstico, que implica demanda tanto por insumos (principalmente daqueles mais intensivos em tecnologia), pelas empresas nacionais e estrangeiras — dada a elevação do conteúdo importado da produção interna após a reestruturação produtiva dos anos 90 —, quanto por bens de consumo, sobretudo duráveis, dado o perfil da atual retomada. Inclusive, nessa categoria de bens, o aumento do *quantum* explicou mais de 100% do crescimento do valor das importações, em virtude da redução dos preços. Somente nas importações de combustíveis, a alta dos preços foi relevante — devido à elevação dos preços do petróleo no mercado internacional — e acabou contaminando o índice de preços das importações totais (Prates, 2004).

## 2.2 - Dinâmica financeira e vulnerabilidade externa

Na atual etapa de desenvolvimento das economias capitalistas, onde há uma crescente interpenetração dos mercados e o predomínio de um ambiente de desregulamentação, especialmente no setor financeiro, o principal determinante da evolução dos BP dos países, de forma geral, tem sido o desempenho da conta financeira. No caso dos países periféricos, como o Brasil, com um elevado passivo externo (seja de curto, seja de médio e longo prazos), essa relação de causalidade é ainda mais acentuada. Isto porque esses países dependem do ingresso de fluxos líquidos de capitais privados para fechar suas contas externas, os quais são altamente voláteis.

A volatilidade dos fluxos de capitais direcionados para os países emergentes não está associada somente ao fato de esses fluxos serem determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena e intrinsecamente instável — aquela dos mercados financeiros internacionais globalizados, que depende, por sua vez, da fase do ciclo econômico e do patamar das taxas de juros dos países centrais —, mas também à sua forma particular de inserção nesses mercados. Por um lado, apesar do crescimento do volume absoluto dos fluxos de capitais direcionados para esses países nos anos 90, a sua participação nos fluxos

globais ainda é marginal,<sup>21</sup> o que os torna mais vulneráveis às mudanças nas expectativas dos investidores estrangeiros, uma vez que a venda das moedas e dos ativos financeiros emitidos por esses países tem efeitos igualmente marginais sobre a rentabilidade dos portfólios desses agentes. Por outro lado, os títulos emitidos pelos países emergentes, principalmente por aqueles com maior prêmio de risco, classificados como “sem grau de investimento” (ou seja, *sub-investment grade*) pelas agências de *rating*, integram um mercado mais amplo, o de papéis de alta rentabilidade (*high yield bonds*), cuja dinâmica é inerentemente especulativa e, conseqüentemente, volátil.

Assim, para se compreender a evolução das contas externas brasileiras após a adoção do regime de câmbio flutuante, é fundamental apresentar as principais características da dinâmica do mercado de títulos de dívida, que se consolidou como a principal modalidade de captação de recursos pelos países emergentes, no mercado internacional de capitais, a partir dos anos 90. Já as emissões brutas de ações, além de menos voláteis, foram pouco significativas e concentradas num número reduzido de emissores dos países asiáticos. Os empréstimos bancários, por sua vez, reduziram-se desde a crise asiática e mantiveram-se num patamar baixo a partir de então.<sup>22</sup>

O mercado de títulos de dívida dos países emergentes tem sido marcado por uma dinâmica de “*feast or famine*”<sup>23</sup> — abundância ou escassez —, que se reforçou nos últimos anos, devido à influência crescente das mudanças de sentimento dos investidores e das condições de liquidez globais sobre a dinâmica desse mercado. De acordo com cálculos realizados pelo FMI (International Monetary Fund, 2003a), essa influência transparece na elevada correlação entre a volatilidade e os prêmios de risco dos mercados emergentes (medidos por índices como o EMBI+), no comportamento dos mercados acionários maduros e, principalmente, no comportamento sincronizado entre os *spreads* dos chamados *junk bonds*, os títulos de alta rentabilidade emitidos por corporações norte-americanas (*US high-yield bonds*), e o rendimento dos títulos emitidos pe-

<sup>21</sup> De acordo com dados do Bank for International Settlements (BIS Quarterly Review, 2004), em dezembro de 2003, os países centrais absorviam cerca de 90% do estoque de empréstimos bancários internacionais. No mercado internacional de títulos de dívida, essa concentração é ainda maior: em torno de 94% do estoque total de títulos, em março de 2004, haviam sido emitidos por residentes desses países (BIS, 2004).

<sup>22</sup> Sobre os fluxos de empréstimos bancários para os países emergentes após a crise asiática, ver Cintra e Farhi (2003).

<sup>23</sup> O FMI tem utilizado em seus relatórios a expressão *on-off nature* (Adams; Mathieson; Schinasi, 1999; Mathieson; Schinasi, 2001) e, mais recentemente, “*feast or famine*” (International Monetary Fund, 2003a), para caracterizar a dinâmica volátil dos fluxos de capitais direcionados para os “mercados emergentes”.

los mercados emergentes.<sup>24</sup> Os períodos de fechamento — *issuance famine* — dos mercados primários emergentes tornaram-se crescentemente associados ao aumento do prêmio de risco dessa categoria de papéis. Nesses períodos, os devedores de maior risco, geralmente os principais emissores de títulos, são os primeiros a serem excluídos do mercado. De forma simétrica, as reaberturas estiveram associadas à redução desse prêmio<sup>25</sup> e caracterizam-se por um excesso de emissões lideradas exatamente por esses emissores, que podem rapidamente saturar os mercados primário e secundário.<sup>26</sup>

Mudanças na estrutura do mercado de títulos de dívida emergentes, no período analisado, contribuíram para reforçar essa correlação, dentre as quais se destacam: o aumento da presença de fundos de investimento globais, referenciados a um *benchmark* mais amplo (*core plus benchmark*) — que inclui títulos com e sem grau de investimento —, que intensificou os *links* entre os mercados maduros e emergentes; e a adoção crescente de sistemas Value at Risk, que induz os investidores a cancelarem suas posições nesses mercados para reduzir a volatilidade geral do seu portfólio, acentuando a instabilidade do acesso ao mercado (Mathienson; Shinasi, 2001).

Assim, o desempenho da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro no período considerado foi, em grande medida, um “espelho” da dinâmica de “*feast or famine*” que caracterizou a oferta de recursos para os países periféricos nesse período, a qual foi sintetizada acima. Outro condicionante desse desempenho foi a retração da demanda por recursos externos pelas empresas e instituições financeiras residentes — associada à maior volatilidade cambial

---

<sup>24</sup> Vale mencionar que o aumento dos *spreads* dos títulos emergentes no segundo trimestre de 2004 não foi acompanhado por uma elevação *pari passu* dos *spreads* dos *junk bonds*. De acordo com o BIS *Quartely Review* (2004), essa divergência está associada a dois fatores. Em primeiro lugar, à maior liquidez do mercado de títulos de dívida emergente, que faz com que a desmontagem das operações alavancadas se inicie nesse mercado; e, em segundo lugar, às maiores incertezas em relação ao desempenho futuro de vários países emergentes (dentre os quais o Brasil) num contexto de taxas de juros mais elevadas.

<sup>25</sup> Dados das emissões semanais dos mercados emergentes no período 1994-02 sugerem que ocorreram 21 períodos de fechamento do mercado — período de mais de duas semanas onde as emissões soberanas dos mercados emergentes são, pelo menos, 20% menores que a média —, dos quais 13 afetaram um amplo espectro de emissores emergentes, e os demais, principalmente emissores *sub-investment graded* (International Monetary Fund, 2003a).

<sup>26</sup> De acordo com o FMI (International Monetary Fund, 2003a), um dos fatores que têm contribuído para esse excesso de emissões é a dependência crescente dos bancos de investimento em relação às comissões obtidas na montagem das operações de colocação de títulos no exterior. Nesse contexto, essas instituições estimulam os tomadores de maior risco a acessarem o mercado o mais rapidamente possível nos momentos de reabertura, contribuindo para a sua rápida saturação.

após a adoção do regime de câmbio flutuante —, cuja influência transpareceu, sobretudo, no biênio 2003-04, quando as condições de liquidez internacional se tornaram novamente favoráveis aos mercados emergentes.

No período 1999-02, a tendência de volatilidade foi acompanhada por uma redução progressiva dos fluxos líquidos de capitais privados para o País, a qual se acentuou a partir de meados de 2001, quando as condições econômicas e financeiras nos países centrais se deterioraram.<sup>27</sup> No biênio 2001-02, foi o crescimento, igualmente progressivo, das operações de regularização (que correspondem, majoritariamente, aos empréstimos concedidos pelo FMI) que garantiu o financiamento do balanço de pagamentos (Gráfico 1).

Simultaneamente à retração dos fluxos líquidos de capitais privados, observou-se uma deterioração do perfil de algumas modalidades de capital externo. Em relação aos fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE), sua redução, a partir de janeiro de 2001, decorreu da retração da modalidade participação no capital, associada a fatores tanto internos — o menor número de privatizações e a baixa taxa de crescimento doméstica — quanto externos — a desaceleração econômica nos países centrais e, especialmente, nos Estados Unidos, principal país de origem dos investimentos diretos direcionados para o Brasil na segunda metade dos anos 90. A partir de meados de 2002, as conversões de dívida em investimento (*debt-equity swaps*) — que não representam novo financiamento, mas uma reestruturação patrimonial — aumentaram progressivamente até o início de 2003, diante da impossibilidade de rolagem de dívidas no mercado internacional de capitais, nos segundo e terceiro trimestres do ano. Já os empréstimos intercompanhias<sup>28</sup> apresentaram um comportamento mais volátil, com uma retração em 2002, o que sugere a dependência desse tipo de fluxo das condições financeiras do mercado internacional de crédito, que afetam a capacidade de financiamento das matrizes. No que diz respeito ao endividamento externo, houve retração progressiva — de meados de 2001 ao início de 2003 — de todas as suas modalidades — além dos títulos de renda fixa negociados no exterior, dos empréstimos e financiamentos bancários, dos créditos a fornecido-

---

<sup>27</sup> Vale citar os principais eventos desestabilizadores: continuidade da deflação da bolha dos preços dos ativos dos setores TMT (telecomunicações, mídia e tecnologia) nos mercados globais; início de uma recessão nos Estados Unidos, simultaneamente a uma redução sincronizada do crescimento global; número recorde de falências e revelação de diversas fraudes contábeis; crise financeira na Turquia; ataque terrorista de 11 de setembro; e *default* da Argentina após uma crise duradoura (International Monetary Fund, 2002; BIS 72nd Annual Report, 2002).

<sup>28</sup> Esse tipo de fluxo passou a ser contabilizado como investimento externo direto, com a adoção de uma nova metodologia de apresentação do balanço de pagamentos em 2000, a qual segue os padrões definidos pelo FMI em 1993.

res e, inclusive, do crédito comercial (todos incluídos na modalidade outros investimentos), o qual somente se recuperou a partir de meados de 2002, devido à expansão das exportações.<sup>29</sup>

Em 2003, primeiro ano do Governo Lula, as condições externas de financiamento apresentaram tendência de melhora, associada ao ciclo de liquidez internacional. Considerando os fluxos de capitais voluntários, predominaram as modalidades potencialmente mais voláteis — como investimento de portfólio no País,<sup>30</sup> American Depositary Receipts (ADRs) e títulos de renda fixa emitidos no exterior —, reflexo do contexto de elevado apetite por risco. Os fluxos líquidos de IDE recuperaram-se somente no último trimestre do ano. Já em 2004, o IDE foi a principal modalidade de capital direcionada para a economia brasileira e a única subconta que apresentou valores positivos no acumulado do ano. As demais modalidades de fluxos voluntários — investimentos de portfólio e outros investimentos — registraram fluxos negativos, associados à quitação e à não-renovação de empréstimos, seja securitizados, seja junto a organizações multilaterais, fornecedores e instituições financeiras.

Em relação ao endividamento externo, apesar do retorno do País ao mercado internacional de crédito voluntário, tanto as emissões líquidas de títulos quanto as demais modalidades de empréstimos (incluídas em outros investimentos) foram altamente voláteis e apresentaram valores negativos em vários meses do ano.<sup>31</sup> Contudo o perfil das emissões de títulos no exterior, modalidade de endividamento externo predominante, melhorou ao longo do ano. No bimestre setembro-outubro, as taxas de rolagem positivas estiveram associadas às colocações líquidas de papéis de médio e longo prazos, simultaneamente aos resgates líquidos de títulos de curto prazo (que predominaram no primeiro semestre). Essa mudança de composição reflete a própria queda do cupom cambial e a realocação dos portfólios dos investidores estrangeiros em direção aos títulos brasileiros após o *upgrading* da Rússia.<sup>32</sup>

---

<sup>29</sup> A forte contração desses fluxos no período anterior esteve associada à moratória da dívida externa argentina, que envolveu os créditos à exportação, quebrando uma convenção do mercado financeiro internacional, já que os financiamentos ao comércio exterior nunca haviam sido atingidos pelos processos de moratória e renegociações das dívidas.

<sup>30</sup> Os investimentos de portfólio no País direcionaram-se essencialmente à aquisição de ações na Bolsa de Valores de São Paulo, que, como as demais bolsas de valores emergentes, apresentou alta rentabilidade em 2003.

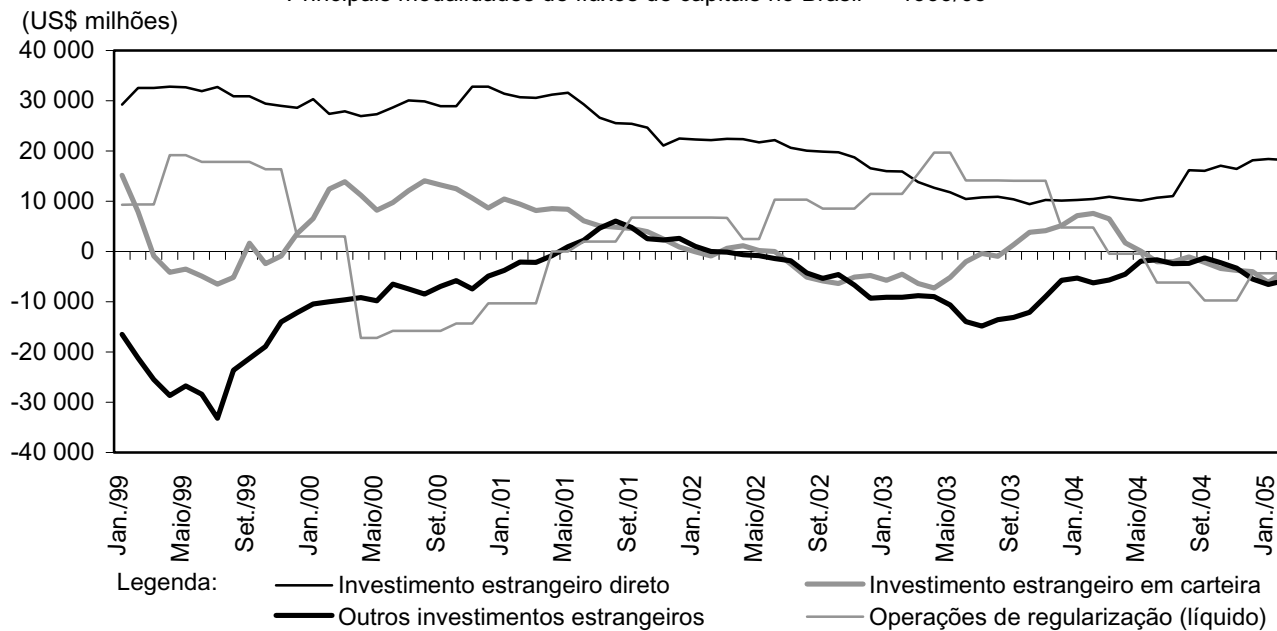
<sup>31</sup> Pelo critério das médias móveis trimestrais (Prates, 2004).

<sup>32</sup> A partir de março de 2004, observaram-se uma redução do volume e uma piora de qualidade das principais modalidades de fluxos de capitais (com exceção dos créditos comerciais), devido à perspectiva de elevação da taxa de juros básica norte-americana ainda no primeiro semestre de 2004. Essa elevação ocorreu efetivamente na reunião do Federal Reserve de 30 de junho.



Gráfico 1

Principais modalidades de fluxos de capitais no Brasil — 1999/05



FONTE: Banco Central do Brasil.

PRATES, D. A assimetria das contas externas. **Política Econômica em Foco**, Campinas, SP, Instituto de Economia, UNICAMP, n. 4, p. 49-72, maio/out. 2004. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br>

NOTA: Valores acumulados em 12 meses.

A queda da dívida externa privada foi acompanhada pela redução, em menor intensidade, da dívida externa pública em 2004, o que resultou em diminuição da dívida externa total,<sup>33</sup> contribuindo para a melhora dos indicadores de vulnerabilidade externa. Algumas hipóteses podem ser levantadas para explicar a queda da dívida externa privada em 2004. Como condicionante mais geral, pode-se citar a menor demanda por endividamento externo num contexto de maior risco cambial e custo de *hedge* potencialmente mais elevado, associados ao regime de câmbio flutuante. Ademais, essa demanda também deve ter sido abalada pelas duas crises cambiais que eclodiram num curto intervalo de tempo (1999 e 2002), pela percepção da dinâmica volátil do mercado financeiro internacional, caracterizada por miniciclos de “*feast or famine*” e, mais recentemente, pela queda do estoque de títulos públicos indexados ao câmbio, que significou menor oferta da modalidade mais segura de *hedge* cambial. Como no período 1999-02 predominou uma situação de escassez de oferta de financiamento externo voluntário, a influência dessa demanda não transpareceu.

Apesar de um importante ajuste de fluxos nas contas externas do Brasil, com destaque para o desempenho da conta corrente, a herança de acúmulo de um estoque de passivos externos e a ausência de uma política mais forte de recomposição de reservas internacionais fizeram com que, no período analisado, os indicadores de liquidez e solvência externas permanecessem em níveis preocupantes. Para avaliar a situação de liquidez, que reflete a vulnerabilidade externa no curto prazo, calcularam-se três indicadores, que têm como característica comum a utilização das reservas internacionais líquidas ajustadas — as reservas próprias do País, excluindo, assim, os recursos do FMI — no denominador.<sup>34</sup> Eles se diferenciam somente na composição do numerador. Em ordem crescente de abrangência, tem-se: (a) o indicador passivo externo de curto prazo / reservas, que inclui no numerador a dívida externa de curto prazo e o estoque de investimento de portfólio; (b) o indicador Standard & Poors, que considera no numerador as necessidades brutas de financiamento externo (NBFÉ) — que equivalem à soma do saldo em transações correntes, com o principal vencível

---

<sup>33</sup> No final de 1999, a dívida externa total era de US\$ 226 bilhões, a parcela privada era de US\$ 113 bilhões, e a pública, de US\$ 112 bilhões. Entre janeiro e dezembro de 2004, a dívida externa total caiu de US\$ 215 bilhões para US\$ 202 bilhões; a dívida privada caiu de US\$ 79 bilhões para US\$ 72 bilhões; e a dívida pública, de US\$ 136 bilhões para US\$ 131 bilhões (Boletim de Finanças Públicas, 1999/2004).

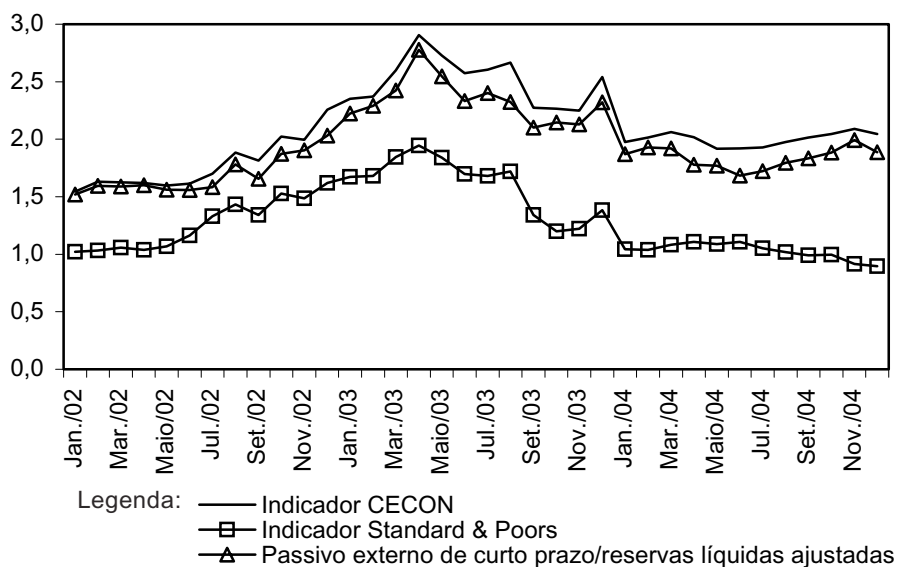
<sup>34</sup> Esse é o critério utilizado pelas agências de *rating* na avaliação da qualidade de crédito dos países. A lógica é a seguinte: mesmo que os empréstimos *stand by* do FMI possam ser utilizados em situações de iliquidez externa, esses recursos constituem reservas emprestadas, que deverão ser pagas pelo País no curto prazo.

da dívida externa de médio e longo prazos nos próximos 12 meses e o estoque da dívida de curto prazo —; (c) e o indicador mais amplo, que estima a pressão potencial sobre as reservas internacionais no País — que se denominou “Standards & Poors + portfólio” —, que soma as NBFE com o estoque de investimento de portfólio estrangeiro.

A redução (e, assim, melhora) dos indicadores de liquidez externa, a partir de maio de 2003 (Gráfico 2), esteve associada a uma conjunção de fatores: do lado do numerador, aos superávits em transações correntes obtidos a partir de julho e à redução conjuntural da dívida de curto prazo e das amortizações de médio e longo prazos nos segundo e terceiro trimestres de 2003; e, do lado do denominador, ao aumento das reservas internacionais. Essa tendência reverteu-se temporariamente no último trimestre de 2003, devido à concentração dessas amortizações, à redução do superávit em transações correntes e ao aumento dos investimentos de portfólio nesse trimestre, num contexto de estabilização das reservas internacionais líquidas.

Gráfico 2

Indicadores de liquidez externa do Brasil — 2002-04



FONTE: Banco Central do Brasil.

PRATES, D. A assimetria das contas externas. **Política Econômica em Foco**, Campinas, SP, Instituto de Economia, UNICAMP, n. 4, p. 49-72, maio/out. 2004. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br>

Já em 2004, os indicadores de liquidez mantiveram-se praticamente no mesmo patamar até meados do ano e, a partir de então, apresentaram um desempenho divergente: enquanto o indicador Standard & Poors diminuiu ligeiramente — em virtude, principalmente dos superávits em transações correntes e da redução do estoque da dívida de curto prazo e das amortizações de médio e longo prazos no segundo semestre do ano —, os demais indicadores aumentaram, também de forma ligeira, em função do crescimento do estoque de investimentos estrangeiros de portfólio, associado tanto à valorização das ações brasileiras quanto ao aumento desses investimentos no final de 2004 — que inclusive se intensificou nos primeiros meses de 2005 —, o qual não transparece na série de fluxos acumulados em 12 meses do Gráfico 1.

Contudo os três tipos de indicadores foram influenciados negativamente pelo comportamento do estoque de reservas próprias do País, que se elevou em somente US\$ 3,8 bilhões em 2004 (de US\$ 21,5 bilhões em janeiro para US\$ 25,3 bilhões em dezembro), devido à predominância, ao longo do ano, de uma política de não-intervenção no mercado de câmbio. Após adquirir US\$ 2,62 bilhões em janeiro, a autoridade monetária manteve-se ausente desse mercado até dezembro, quando comprou uma quantia praticamente idêntica — US\$ 2,64 bilhões —, num contexto de excesso de dólares que levou a cotação do real ao patamar de US\$ 2,7 bilhões. Ou seja, ao invés de ter aproveitado o período de excesso de liquidez internacional vigente em 2004 para incrementar de forma substancial seu estoque de divisas — e, assim, como a maioria dos países emergentes, constituir um “colchão de segurança” contra as recorrentes mudanças na direção dos fluxos de capitais —, essa autoridade optou por aproveitar o excesso de liquidez no mercado de câmbio para apreciar o real e atenuar pressões inflacionárias. Todavia vale ressaltar que, no primeiro trimestre de 2005, o Banco Central decidiu, finalmente, intensificar a política de recomposição das reservas, o que resultou no aumento das reservas líquidas ajustadas (calculadas segundo critérios do FMI) de US\$ 27 milhões em janeiro para cerca de US\$ 35 milhões em março (estimativa dos autores). Assim, a tendência de queda dos indicadores de liquidez certamente se manteve nos primeiros meses de 2005.

Já os indicadores de solvência externa são estimativas da vulnerabilidade externa do País no médio e no longo prazo, cuja redução depende da capacidade de geração de divisas da economia via exportações. Nesse caso, foram calculados dois indicadores — o indicador mais amplo, passivo externo líquido<sup>35/</sup>

---

<sup>35</sup> O passivo externo bruto (PEB) do País inclui o estoque de dívida externa, de investimento de portfólio e do investimento externo direto. O passivo externo líquido equivale ao PEB menos os ativos externos (reservas internacionais, haveres dos bancos brasileiros no exterior e créditos brasileiros no exterior).

/exportações, e o indicador dívida externa líquida total/exportações —, tendo ambos apresentado tendência declinante no primeiro ano do Governo Lula — associada, principalmente, ao crescimento expressivo das exportações —, a qual persistiu em 2004, em função desse crescimento e também da queda da dívida externa — de US\$ 194 bilhões em dezembro de 2003 para US\$ 183 bilhões em novembro de 2004 (Gráfico 3).<sup>36</sup> A importância do crescimento das exportações para a melhora da solvência externa fica mais evidente na evolução do indicador serviço do passivo externo/exportação<sup>37</sup> — igualmente um indicador de solvência, mas que, ao contrário dos precedentes, traz no numerador um fluxo —, uma vez que esse serviço se reduziu muito pouco no período considerado.

A manutenção dessa tendência de melhora progressiva dos indicadores de solvência depende, por sua vez, da continuidade da queda da dívida externa e da manutenção de elevadas taxas de crescimento das exportações por um período suficiente para gerar superávits expressivos nas transações correntes (que permitam a amortização da dívida externa privada e/ou o acúmulo de reservas). Para tanto, a taxa de crescimento das exportações teria de superar a das importações, bem como a taxa de juros que incide sobre essa dívida (em média, 10% a.a.). Contudo a manutenção da taxa de crescimento das vendas externas no patamar vigente em 2003 e em 2004 (superior a 30% a.a.) é pouco provável. Apesar do bom desempenho do setor comercial externo no começo de 2005, não se pode descartar a possibilidade de uma acomodação no ritmo de expansão das exportações, seja em função de um menor crescimento da economia mundial, seja devido à apreciação cambial, seja em decorrência do próprio crescimento econômico doméstico (o qual, mesmo que se mantenha no ritmo modesto de 2004, continuará pressionando as importações).

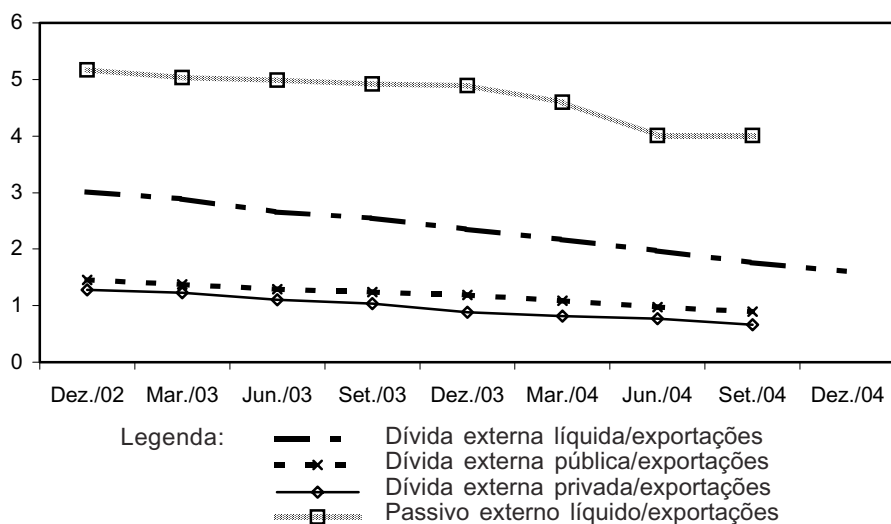
---

<sup>36</sup> A redução dos indicadores de vulnerabilidade externa no período 1998-02 esteve associada ao efeito contábil da queda dos estoques de investimento estrangeiro direto e de portfólio no País, medidos em dólares, em decorrência da desvalorização do real no período. No caso dos fluxos de portfólio, a maior instabilidade cambial após a adoção do regime de câmbio e a retração dos fluxos de capitais também contribuíram para essa redução. Já o terceiro componente do passivo externo, a dívida externa, que não está sujeita a esse efeito contábil, registrou queda no período, em função da escassez de financiamento externo privado.

<sup>37</sup> Tal indicador foi de 4,0% em 2001 e 2002, 3,2% em 2003 e 2,6% em 2004.

Gráfico 3

## Indicadores de solvência externa do Brasil — 2002-04



FONTE: Banco Central do Brasil.

PRATES, D. A assimetria das contas externas. **Política Econômica em Foco**, Campinas, SP, Instituto de Economia, UNICAMP, n. 4, p. 49-72, maio/out. 2004. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br>

Finalmente, é importante salientar que, mesmo com a melhoria dos resultados nas contas externas brasileiras e, assim, com o alcance de níveis mais adequados em alguns dos indicadores de vulnerabilidade externa, a comparação com a situação de outras economias emergentes segue sendo desfavorável ao País. Tomando-se o indicador tradicional de pagamento de juros sobre exportações, verifica-se uma melhora sensível na solvência brasileira, posto que aquela relação estava em 31% em 1999 e passou a 14% em 2004. Porém tal queda foi generalizada na América Latina, de modo que o indicador brasileiro de 2004 é quase o dobro da média regional de 8%. O superávit em conta corrente brasileiro ainda está bem abaixo da média asiática de 3,3% do PIB e em linha com a média regional latina de 1,3%. As reservas internacionais conjuntas da América Latina, de cerca de US\$ 140 bilhões no final de 2004, equivalem às reservas da Coreia do Sul no mesmo período. Somente o incremento de reservas na região asiática, em 2004, foi de US\$ 280 bilhões (Institute of

International Finance, 2005). A projeção do FMI (International Monetary Fund, 2004b) era de que a relação dívida externa/exportações do conjunto dos países em desenvolvimento fosse de 0,9 no final de 2004, menos da metade do indicador brasileiro. No final de 2004, a relação dívida de curto prazo/reservas de Argentina, Brasil e México era de, respectivamente, 0,8, 0,7 e 0,5. Em outros emergentes, tal indicador era muito menor — 0,1 na Índia e na China, 0,3 na Rússia e 0,4 na Coreia —, revelando uma maior capacidade de as reservas internacionais cobrirem as dívidas de curto prazo.<sup>38</sup>

### 3 - Considerações finais: limites e desafios da estratégia brasileira

Evidências recentes sugerem que, em um contexto de finanças globalizadas e desregulamentadas, onde os ciclos financeiros externos tendem a capturar os mercados emergentes em ondas de liquidez-crescimento-liquidez-criises financeiras, as estratégias passivas de busca da credibilidade não têm sido capazes de, por si só, gerar crescimento no longo prazo.<sup>39</sup> Pelo contrário, como argumentam Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003; 2004), as estratégias periféricas mais bem-sucedidas tendem a ser aquelas que reproduzem o modelo asiático de ativismo cambial, controle de capitais, manutenção de elevadas reservas oficiais e *drive* exportador.

Sem desconhecer a gravidade do problema fiscal e a importância da construção de credibilidade na gestão macroeconômica, enfatizou-se aqui uma outra dimensão do problema de desequilíbrios de estoques no caso brasileiro. Considerou-se que a reversão das expectativas pessimistas dos mercados financeiros na Administração Lula deveu-se muito mais às mudanças no estado de liquidez do mercado financeiro internacional, associadas às políticas monetárias laxistas nos países centrais<sup>40</sup>, do que à gestão econômica doméstica

<sup>38</sup> Cálculos do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica da Unicamp (s. d.) com base em projeções do JP Morgan.

<sup>39</sup> Em Cunha (2004) e Prates (2004), há uma análise detalhada desses pontos, com as referências bibliográficas originais.

<sup>40</sup> Conforme a análise do FMI, as políticas monetárias e fiscais de EUA, Eurolândia e Japão foram excepcionalmente expansionistas entre 2001 e 2003, o que contribuiu decisivamente para o *soft landing* da economia norte-americana e para a retomada do crescimento da renda e do comércio (International Monetary Fund, 2004b).

conservadora, ancorada no aperto fiscal e monetário. E, apesar dessas mudanças, que resultaram num novo ciclo de endividamento externo dos países emergentes, a vulnerabilidade externa permanece sendo um entrave central à retomada do crescimento doméstico em bases sustentáveis. Isto porque o País é fortemente vulnerável aos ciclos curtos de expansão e retração das finanças internacionais. Pode-se tomar o ano de 2004 como exemplo, com o primeiro semestre caracterizado por um aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, penalizando mais fortemente o Brasil, que vinha, desde o segundo semestre de 2003, recuperando o acesso aos créditos externos (International Monetary Fund, 2004a).<sup>41</sup> Já no segundo semestre, as condições de liquidez externa tornaram-se novamente favoráveis. Mostrou-se também, ao longo deste artigo, que o choque externo benigno no comércio foi fundamental para o bom desempenho no lado real da economia, especialmente em 2004.

Assim, se os ajustes de fluxo realizados a partir de 1999 contribuíram para reduzir a pressão de curto prazo no BP, a permanência de significativos desequilíbrios de estoques impõe um desafio crucial para os formuladores de política econômica. Se eles não forem enfrentados com políticas ativas na área cambial e de gestão dos fluxos privados de capitais, poderão acarretar a continuidade do quadro de instabilidade e baixo crescimento vivido pela economia brasileira nas últimas duas décadas. Entre meados de 2003 e início de 2005, o enfraquecimento do dólar norte-americano, enquanto reflexo do problema dos déficits gêmeos nos EUA, gerou uma pressão de apreciação do real, que tem sido potencializada pela gestão macroeconômica doméstica. Isto porque a liquidez financeira internacional tende a se direcionar para ativos com maior remuneração ajustada pelo risco, o que alimenta o circuito de inflação nos preços dos ativos domésticos, a elevação da cotação do real e o acúmulo de passivos financeiros de curto prazo de maturação. Chama atenção o fato de que, no caso brasileiro, a estratégia de busca da construção da credibilidade junto aos mercados financeiros pela via fiscal gerou, no período 1995-04, um quadro de instabilidade macroeconômica, volatilidade no crescimento (com um desempenho médio desfavorável) e fragilização do tecido social.

---

<sup>41</sup> Os títulos externos brasileiros caracterizam-se por: (a) alta liquidez; (b) concorrerem nos segmentos de alto rendimento (porque são de alto risco); (c) serem muito utilizados para aumentar a rentabilidade das carteiras em momentos de "euforia" e reduzir riscos nos momentos de maior aversão. Por isso, a constatação do International Monetary Fund (2004a, p. 10) de que, no primeiro semestre de 2004, "(...) o componente brasileiro do EMBI+ tem tido o maior retorno negativo do ano. Em parte, isso reflete a alta liquidez dos títulos brasileiros, o que os torna um veículo favorável para a desalavancagem".



Para aprofundar a capacidade do País de reverter o quadro de vulnerabilidade externa, considera-se aqui que a opção mais adequada seria calibrar o grau de abertura financeira em função do ciclo “*feast or famine*”, que é exogenamente determinado. Assim, estar-se-ia alinhando o País à estratégia potencialmente “vencedora” sugerida por Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003). Isso implicaria,<sup>42</sup> além da adoção de mecanismos seletivos de controle sobre a entrada de capitais, nos moldes do Chile (requerimentos de reserva não remunerados e período mínimo de permanência no País, ambos variáveis de acordo com a escassez ou abundância de recursos externos), a imposição de restrições à saída de capitais<sup>43</sup> — que se revela fundamental, dado o elevado passivo externo do País — e o retorno dos controles prudenciais sobre o sistema bancário, como os limites à exposição em moeda estrangeira e a proibição de repasses de recursos externos a setores mais expostos às variações cambiais, os quais foram adotados no primeiro Governo FHC. Como ressaltam Epstein, Grabel e Jomo (2003), em seu minucioso estudo sobre controles de capitais pelos países emergentes, as experiências bem-sucedidas — em termos de eficácia dos controles no sentido de atingir os objetivos propostos, como a ampliação da autonomia de política econômica e a redução da instabilidade macroeconômica e da vulnerabilidade externa —, de forma geral, combinaram controles de capitais estrito senso com regras prudenciais mais rígidas sobre as operações com moeda estrangeira pelos bancos.

Além disso, haveria de se manter ou mesmo intensificar a política de recomposição de reservas oficiais, reiniciada no final de 2004<sup>44</sup>, e, principalmente,

---

<sup>42</sup> Nossas sugestões não são originais, apenas reforçam o que já vem sendo apontado por outros analistas. Ver, por exemplo, os trabalhos organizados por Benecke e Nascimento (2003), Sicsú, Oreiro e De Paula (2003) e Albuquerque e Velloso (2003) e as contribuições de Oreiro, Paula e Silva (2004), Belluzzo e Carneiro (2004) e Carvalho e Sicsú (2003).

<sup>43</sup> As recentes medidas liberalizantes do Banco Central do Brasil (2005a; 2005b), que unificaram o mercado cambial e extinguiram as antigas Contas CC-5, sinalizam no sentido contrário ao proposto aqui.

<sup>44</sup> Na gestão que se iniciou em 2003, o Banco Central optou por uma política de negligência benigna na área cambial. No início de 2004, o Banco anunciou que voltaria a realizar leilões de compra de dólares. Todavia as intervenções foram poucas e limitadas. No final de 2004 e início de 2005, o Banco retornou à política de aquisições periódicas, tanto nos mercados à vista quanto nos futuros. Assim, em janeiro de 2005, as reservas totais eram de US\$ 54 bilhões, dos quais US\$ 24 bilhões correspondiam a recursos do FMI. A política de recomposição de reservas elevou tais níveis para um pouco mais de US\$ 30 bilhões no primeiro trimestre de 2005. Ainda assim, tais níveis são bem menores que os de outras economias emergentes, notadamente as asiáticas, cujas reservas conjuntas ultrapassam US\$ 1,5 trilhão.

evitar a excessiva apreciação do real, por meio da redução dos diferenciais entre as taxas doméstica e internacional de juros. Isto porque o desempenho das economias periféricas é mais afetado pelo comportamento da taxa de câmbio. Nesse sentido, as autoridades monetárias deveriam preocupar-se com a trajetória dessa taxa e, assim, intervir no mercado cambial. Essa é a tendência observada em vários países emergentes que também optaram por adotar o regime de câmbio flexível, como a Tailândia, a República Checa e a Polônia (Corine; McCauley, 2003). Ademais, o aumento do estoque de divisas é fundamental para atenuar a vulnerabilidade externa dessas economias, que não emitem moeda conversível internacionalmente.

Evitando a apreciação do real, potencializar-se-ia o ajuste nos fluxos das contas externas. Menos dependente da entrada de capitais de curto prazo, o Governo poderia reduzir de forma mais intensa a taxa básica de juros, o que permitiria sustentar, por um prazo mais longo, o crescimento da renda em patamares mais elevados. Adicionalmente, seria reduzido o custo de carregamento da dívida pública. Maior crescimento da renda e menor taxa de carregamento implicariam redução da relação dívida/PIB. Reduzida a pressão externa, ampliado o ritmo de crescimento do PIB e com um maior grau de flexibilidade no plano fiscal, o Governo poderia atuar de forma mais ativa no enfrentamento das carências sociais e de infra-estrutura que dificultam a retomada de uma trajetória sustentável de desenvolvimento. É importante frisar que tal opção não elimina o risco das crises financeiras. Todavia a experiência internacional recente sugere que os países que lograram avançar na redução da vulnerabilidade externa têm conseguido crescer mais e de forma mais estável.

## Anexo

Tabela 1

Indicadores macroeconômicos básicos do Brasil — 1995-2004

DISCRIMINAÇÃO	1995	1996	1997	1998
PIB ( $\Delta\%$ anual) .....	4,2	2,7	3,3	0,1
PIB <i>per capita</i> ( $\Delta\%$ anual) .....	2,8	1,2	1,9	-1,2
Inflação (IPCA anual em %) .....	22,4	9,6	5,2	1,7
Taxa real de juros Selic deflacionada pelo IPCA (% a.a. — média do período) .....	25,3	16,4	18,9	26,9
Taxa de câmbio real e efetiva, deflacionada pelo INPC-exportação (%) .....	(3)-8,7	(3)-3,7	0,0	1,9
Desemprego aberto na RMSP (média % anual)	9,0	9,9	10,2	11,7
Rendimento médio real na RMSP ( $\Delta\%$ anual) ....	4,1	1,5	2,2	-1,8
Saldo primário em % do PIB .....	(4)-0,3	0,1	1,0	0,0
Juros pagos sobre a dívida pública (% do PIB) ..	7,5	5,8	5,2	7,5
Dívida líquida do setor público (% do PIB em fi- nal do período) .....	29,3	32,0	33,2	37,8
Saldo em transações correntes (% do PIB) .....	-2,6	-3,0	-3,8	-4,2

DISCRIMINAÇÃO	1999	2000	2001
PIB ( $\Delta\%$ anual) .....	0,8	4,4	1,4
PIB <i>per capita</i> ( $\Delta\%$ anual) .....	-0,5	3,0	0,1
Inflação (IPCA anual em %) .....	8,9	6,0	7,7
Taxa real de juros Selic deflacionada pelo IPCA (% a.a. — média do período) .....	15,5	11,0	9,0
Taxa de câmbio real e efetiva, deflacionada pelo INPC-exportação (%) .....	46,8	(3)-5,7	18,6
Desemprego aberto na RMSP (média % anual)	12,1	11,0	11,2
Rendimento médio real na RMSP ( $\Delta\%$ anual) ....	-3,9	-6,8	-7,1
Saldo primário em % do PIB .....	(4)-3,2	(4)-3,5	(4)-3,6
Juros pagos sobre a dívida pública (% do PIB) ..	9,0	7,1	7,2
Dívida líquida do setor público (% do PIB em fi- nal do período) .....	49,1	49,3	51,6
Saldo em transações correntes (% do PIB) .....	-4,7	-4,0	-4,6

(continua)

Tabela 1

## Indicadores macroeconômicos básicos do Brasil — 1995-2004

DISCRIMINAÇÃO	2003	2004 (1)	ERA FHC (2)
PIB ( $\Delta\%$ anual) .....	0,5	4,9	2,3
PIB <i>per capita</i> ( $\Delta\%$ anual) .....	-0,9	3,4	0,9
Inflação (IPCA anual em %) .....	9,3	7,6	9,3
Taxa real de juros Selic deflacionada pelo IPCA (% a.a. — média do período) .....	13,2	8,1	16,2
Taxa de câmbio real e efetiva, deflacionada pelo INPC-exportação (%) .....	(3)-0,3	-2,5	6,8
Desemprego aberto na RMSP (média % anual)	12,7	11,8	10,9
Rendimento médio real na RMSP ( $\Delta\%$ anual) ....	-5,1	1,7	-2,4
Saldo primário em % do PIB .....	(4)-4,3	(4)-4,6	(4) -2,2
Juros pagos sobre a dívida pública (% do PIB) ..	9,3	7,3	7,2
Dívida líquida do setor público (% do PIB em fi- nal do período) .....	58,7	51,8	(5)27,6
Saldo em transações correntes (% do PIB) .....	0,8	1,9	-2,6

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Banco Central ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)).

IPEADATA ([www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)).

(1) Estimativas. (2) Período 1995-02. (3) Significa apreciação. (4) Significa superávit.

(5) variação de ponta a ponta em pontos percentuais do PIB.

Tabela 2

Balança de pagamentos do Brasil — 1999-04						
(US\$ milhões)						
DISCRIMINAÇÃO	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b> .....	-25 335	-24 225	-23 215	-7 637	4 177	11 669
<b>Balança comercial (FOB)</b> .....	-1 199	-698	2 650	13 121	24 794	33 693
Exportações .....	48 011	55 086	58 223	60 362	73 084	96 475
Importações .....	-49 210	-55 783	-55 572	-47 240	-48 283	-62 782
<b>Serviços e rendas</b> .....	-25 825	-25 048	-27 503	-23 148	-23 483	-25 293
<b>Transferências unilaterais cor-</b>						
<b>rentes</b> .....	1 689	1 521	1 638	2 390	2 867	3 268
<b>CONTAS CAPITAL E FINANCEI-</b>						
<b>RA</b> .....	17 319	19 326	27 052	8 004	5 111	-7 310
<b>Conta capital</b> .....	338	273	-36	433	498	703
<b>Conta financeira</b> .....	16 981	19 053	27 088	7 571	4 613	-8 013
Capitais voluntários .....	27 636	47 579	17 564	-2 847	10 282	7 630
Investimento direto .....	26 888	30 498	24 715	14 108	9 894	8 695
Investimentos em carteira .....	3 802	6 955	77	-5 119	5 308	-4 750
Derivativos .....	-88	-197	-471	-356	-151	-677
Outros investimentos (voluntá-						
rios) (1) .....	-2 966	10 323	-6 757	-11 480	-4 769	4 363
Operações de regularização .....	2 966	-10 323	6 757	11 480	4 769	-4 363
<b>ERROS E OMISSÕES</b> .....	194	2 637	-531	-66	-793	-2 115
<b>RESULTADO GLOBAL DO BA-</b>						
<b>LANÇO</b> .....	-7 822	-2 262	3 307	302	8 496	2 244

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Base de dados do Banco Central do Brasil ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)).

(1) Outros investimentos exclusive operações de regularização com o FMI.

## Referências

- ALBUQUERQUE, R. C.; VELOSSO, J. P. R. **A promoção do desenvolvimento**. São Paulo: José Olympio, 2003.
- ADAMS, C.; MATHIESON, D.; SCHINASI, G. (Coord.). **International capital markets: developments, prospects and key policy issues**. Washington DC: International Monetary Fund, 1999.
- AND THE CARAVAN moves on: financial markets are in a forgiving mood. **The Economist**, London, UK, col. The dogs bark, 2 Dez 2003.
- ARIDA, P. Por uma moeda plenamente conversível. **Revista de Economia Política**, Belo Horizonte, MG, ANPEC, v. 23, n. 3 (91), p. 151-154, jul./set. 2003a.
- ARIDA, P. Ainda sobre conversibilidade. **Revista de Economia Política**, Belo Horizonte, MG, ANPEC, v. 23, n. 3 (91), p. 135-142, jul./set. 2003b.
- BACHA, E. Reflexões pós-cepalinas sobre inflação e crise externa. **Revista de Economia Política**, Belo Horizonte, MG, ANPEC, v. 23, n. 3 (91), p. 143-150, jul./set. 2003.
- BALBI, Sandra. Multis usam país como base exportadora. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B1, 17 out. 2004.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. IPCA, novembro 2002. **Relatório FOCUS**, Brasília, BCB, 2002. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br>
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 3.265**: dispõe sobre o mercado de câmbio e dá outras providências. Brasília: BCB, 2005a. Disponível em: <http://www5.bcb.gov.br>
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução 3.266**: dispõe sobre o recebimento do valor das exportações brasileiras e dá outras providências. Brasília: BCB, 2005b. Disponível em: <http://www5.bcb.gov.br>
- BARROS, L. C. Mendonça de. O macro e o micro na economia brasileira. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B2, 15 de out. 2004.
- BELAISCH, A. **Exchange rate pass-through in Brazil**. Washington, DC: International Monetary Fund, 2003. (IMF Working Paper, n.141).

BELLUZZO, L. G. de M.; CARNEIRO, R. O Mito da conversibilidade. **Revista de Economia Política**, Belo Horizonte, MG, ANPEC, v. 24, n. 2 (94), p. 218-222, jul./set., 2004.

BELLUZZO, L. G. de M.; CARNEIRO, R. O paradoxo da credibilidade. **Política Econômica em Foco**, Campinas, SP, UNICAMP, n. 2, p. 1-10, set./dez. 2003. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br>

BENECKE, D. W.; NASCIMENTO, R. **Opções de Política Econômica para o Brasil**. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2003.

BIS QUARTELY REVIEW: International Banking and Financial Market Developments. Basle: Bank for International Settlements, Jun 2004. Disponível em: <http://www.bis.org>

BIS QUARTELY REVIEW: International Banking and Financial Market Developments Basle: Bank for International Settlements, Dec 2003. Disponível em: <http://www.bis.org>

BIS 72nd ANNUAL REPORT: (1 April 2001 - 31 March 2002). Basle: Bank of International Settlement, June, 2002. Disponível em: <http://www.bis.org>

BOLETIM DE COMÉRCIO EXTERIOR. Rio de Janeiro: FUNCEX, v. 9, n. 1, jan. 2005.

BOLETIM DE COMÉRCIO EXTERIOR. Rio de Janeiro: FUNCEX, v. 7, n. 5, maio 2003.

BOLETIM DE FINANÇAS PÚBLICAS. Brasília: Banco Central do Brasil, 1999/2004. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Política econômica e reformas estruturais**. Brasília: Secretaria de Política Econômica, 2003a. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br>

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Política Econômica. **Gasto social do Governo Central: 2001 e 2002**. Brasília: Secretaria de Política Econômica, 2003b. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br>

CARNEIRO, R. A política econômica da era FHC ao Governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária. In: VELLOSO, J. P. REIS (Coord.) **Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado**. Rio de Janeiro: José Olympio, 2003, p. 129-154.

CARVALHO, F. J. C.; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controle de capitais. **Revista de Economia Política**, Belo Horizonte, MG, ANPEC, v. 24, n. 2 (94), p. 163-182, jul./set. 2003.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. Os limites da inserção internacional dos países em desenvolvimento no limiar do século XXI. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 24, n. 2, p. 351-402, 2003. Disponível em: <http://www.fee.rs.gov.br>

CORINE, H.; MCCAULEY, R. **Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies**. Basle: Bank of International Settlement, 2003. (BIS Working Papers, n. 130).

COUTINHO, L.; HIRATUKA, C.; SABBATINI, R. O desafio da construção de uma inserção externa dinamizadora. In: SEMINÁRIO BRASIL EM DESENVOLVIMENTO, 2003, Rio de Janeiro. **Papers...** Rio de Janeiro, UFRJ, 2003. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br>

COUTINHO, L.; SARTI, F. A integração das políticas industrial, tecnológica e de comércio exterior. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (Coord.). **Fórum nacional do desenvolvimento: Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado**. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 2003, v.1, p. 329-342.

CUNHA, A. M. Estratégias periféricas sessenta anos depois do acordo de Bretton Wood. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 32., 2004, João Pessoa, PB. **Anais...** Belo Horizonte, MG: ANPEC, 2004. Disponível em: <http://ideas.repec.org>

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **An essay on the revived Bretton Woods System**. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research, 2003. (NBER Working Paper, n. 9.971).

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **The revived Bretton Woods System: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries**. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10.332).

EPSTEIN, G.; GRABEL, I.; JOMO, K. S. **Capital management techniques for development countries in the 90s: seven success stories and lessons for the future**. Cambridge, MA: Political Economy Research Institute, 2003. (Working paper, n. 56). Disponível em: <http://ideas.repec.org>

FARHI, M. As repercussões da volatilidade financeira. **Política Econômica em Foco**, São Paulo, UNICAMP, Instituto de Economia, n. 1, p. 58-71, maio/ago. 2003. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br>



FERRAZ, G.; RIBEIRO, F. Desempenho exportador global e competição nos mercados da União Européia e dos Estados Unidos. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, Rio de Janeiro, FUNCEX, v. 18, n. 80, p.4-23, jul./set. 2004. Disponível em: <http://www.funcec.com.br>

FLIGENSPAN, F. Houve um processo de substituição de importações na indústria brasileira, no período pós-desvalorização cambial? In: COLÓQUIO DE ECONOMISTAS POLÍTICOS LATINO-AMERICANOS, 5., 2004, São Paulo, SP. **Anais...** São Paulo: FGV, 2004.

FRAGA, E. Emissão de emergentes foi recorde em 2003. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B4, 15 fev. 2004.

FREITAS, M. C.; PRATES, D. A abertura financeira no Governo FHC: impactos e conseqüências. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, Instituto de Economia, UNICAMP, n. 17, p. 81-111, 2001.

FUNCEX, Boletim de Comércio Exterior, Ano VII, n. 5, Rio de Janeiro, 2003.

GARCIA, M. G. P. Brazil in the 21st Century: how to escape the high interest trap? In: ANNUAL LATIN AMERICAN CREDPR CONFERENCE, 3., 2002, Stanford. **Papers...** Stanford, CA, Stanford University, 2002. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br>

GARCIA, M. G. P.; DIDIER, T. **Very high interest rates in Brazil and the cousin risks**: Brazil during the Real Plan, 2001. Rio de Janeiro: PUC, 2001. (Textos para discussão, 441). Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br>

GIAMBIAGI, F. Bases para uma estratégia gradualista de expansão. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 20, p.121-154, dez. 2003.

GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. (Org.). **A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: BNDES, 1999. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br>

GOLDSTEIN, M. **Debt sustainability Brazil and the IMF**. Washington, DC: Institute for International Economics, 2003. (Working Papers, n. 03-1).

JURGENFELD, V.; SALGADO, R. Indústria de calçados perde exportação e faz demissões. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A6, 28 fev. 2005.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **O comércio exterior brasileiro em 2004**. São Paulo: IEDI, 2005.

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. **Capital flows to emerging market economies**. Washington, DC: IFF, 2004.

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. **Capital flows to emerging market economies**. Washington, DC: IIF, 2005.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Direction of Trade Statistics Yearbook. 1994/2001**. Washington, DC: IMF, 1995/2001.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Global financial stability report**. Washington, DC: IMF, 2003a.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Financial market up date**. Washington, DC: IMF, 2004a.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Global financial stability**. Washington DC: IMF, 2003b.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World economic outlook**. Washington, DC: IMF, 2002.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World economic outlook**. Washington, DC: IMF, 2004b.

MATHIESON, D. J.; SCHINASI, G. (Coord.). **International capital markets: developments, prospects and key policy issues**. Washington, DC: IMF, 2001.

NASSIF, A.; PUGA, F. P. Estrutura e competitividade da indústria brasileira: o que mudou?. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 3-19, dez. 2004.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SILVA, G. J. C. Por uma Moeda Parcialmente Conversível: uma crítica a Arida e Bacha. **Revista de Economia Política**, Belo Horizonte, MG, ANPEC, v. 24, n. 2 (94), p. 223-237, jul./set. 2003.

PAULA, J. A. **A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do Governo Lula**. Belo Horizonte: Autêntica, 2003.

PRATES, D. A. Assimetria das contas externas. **Política Econômica em Foco**, Campinas, SP, Instituto de Economia, UNICAMP, n. 4, p. 49-72, maio/out. 2004. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br>

ROJAS-SUAREZ, L. Monetary policy and exchange rates: guiding principles for a sustainable regime. In: KUCZNSKI, P. P.; WILLIANSO, J. **After the Washington consensus: restarting growth and reform in Latin América**. Washington, DC: Institute of International Economics, 2003.

SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F. **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento e a estabilidade de preços**. Barueri, SP: Manole, Konrad Adenauer, 2003.

THE ECONOMIST. London, UK: The Economist, 2001/2004.

THE HUNGRY dragon. **The Economist**, London, UK, 19 Feb 2004.

UNICAMP. Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica. **Cálculos...** Campinas, SP: Unicamp, (s. d.). Disponível em: <http://.eco.unicamp.br>

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **Trade and development report**. New York: United Nations, 2004. Disponível em: <http://www.unctad.org>

WATANABE, M.; SALGADO, R. Produção migra para o exterior. **Valor Econômico**, São Paulo, p. B1. 14, mar. 2005.

WILLIAMSON, J. **Is Brazil next?** Washington, DC: Institute for International Economics, 2002. (International Economics Policy Briefs, n. PB 02-7). Disponível em: <http://www.iie.com>

WORLD TRADE ORGANIZATION (2004). **2004 trade growth to exceed 2003 despite higher oil prices**. Geneva, Switzerland: WTO, 2004. (Press/386). Disponível em: <http://www.wto.org> Acesso em: dez. 2004.