O Brasil e a Hipótese Brettow Woods II

Daniela Magalhães Prates[1] e André Moreira Cunha[2]

Sub-Área 05 – Economia Brasileira Contemporânea

Resumo: O presente trabalho analisa a hipótese Bretton Woods II desenvolvida por Dooley *et al.* (2003, 2004, 2004b, 2004c). Os autores sugerem o possível retorno a um regime global de câmbio fixo atrelado ao dólar norte-americano. Esta nova ordem internacional estaria centrada em uma dinâmica comercial e financeira entre os EUA e a Ásia, que permitiria àquele financiar de forma barata e por um longo tempo seus elevados déficits em conta corrente. Depois de explorar algumas implicações desses argumentos, analisa-se o desempenho recente da economia brasileira, em especial, o ajuste nas contas externas do País. Procura-se estabelecer as ligações entre o ambiente subjacente àquela hipótese e as perspectivas econômicas para o Brasil.

Abstract: *The purpose of this article is to analyze the hypothesis Bretton Woods II, developed by Dooley et al. (2003, 2004, 2004b, 2004c), whom argues that the emergence of a fixed exchange rate periphery in Asia has reestablished the United States as the center country in a new Bretton Woods international monetary system. First we explore some implications of this hypothesis. Secondly we examine the recent evolution of the brazilian economy, emphasizing the external accounts. Finally, we try to establish some relationships between the international context implicit in the hypothesis Bretton Woods II and the economic perspectives for the Brazil.*

Palavras-chave: Economia Brasileira, Estratégias de Desenvolvimento, Bretton Woods, Regimes Cambiais.

Introdução

Em uma série de trabalhos recentes que têm se tornado referência no debate em torno da sustentabilidade das contas externas norte-americanas e, portanto, da posição do dólar como divisa-chave, Dooley *et al.* (2003, 2004, 2004b, 2004c) argumentam que a estrutura do sistema financeiro internacional, neste início de século XXI, assemelha-se àquela que se seguiu à implementação do Acordo de Bretton Woods. Em uma nova relação centro-periferia, os países periféricos se dividiriam em dois grupos: os do tipo "conta corrente", que priorizam o *drive* exportador, atrelando suas moedas frente ao dólar norte-americano[3] e adotando estratégias de gestão dos fluxos de capitais marcadamente defensivas, dada a presença de controles de capitais e (sobre) acúmulo de reservas internacionais; e os do tipo "conta capital", marcados por um maior grau de abertura financeira e por uma menor ênfase no estabelecimento de políticas macroeconômicas que priorizem o *drive* exportador. Tipicamente, as economias asiáticas estariam no grupo "conta corrente", reproduzindo as estratégias que permitiram aos países da Europa Ocidental e ao Japão realizar o *catching-up* com os EUA no pós-guerra. Já os países latino-americanos foram enquadrados no grupo "conta capital".

[1] Professora do Instituto de Economia da UNICAMP. E-mail: daniprates@eco.unicamp.br
[2] Professor do Departamento de Economia da UFRGS e Pesquisador do CNPQ. E-mail: amcunha@hotmail.com
[3] De agora em diante, trataremos o dólar norte-americano somente como "dólar".

Para aqueles autores, os elevados déficits em conta corrente dos EUA, hoje na casa dos 6% do PIB, não seriam, necessariamente, uma ameaça à economia mundial. Pelo contrário, o efeito expansionista na demanda internacional poderia estimular o crescimento das economias periféricas, com ampliação na renda real dos seus trabalhadores, permitindo, em analogia com o quadro do pós-guerra, uma aceleração dos seus processos de *catching-up*. Ademais a sustentabilidade daquele déficit passaria pela manutenção de uma relação simbiótica com as economias periféricas superavitárias, especialmente as asiáticas. Assim, enquanto as economias superavitárias estiverem acumulando ativos denominados em dólares seria possível manter o valor do dólar relativamente estável. Críticos dessa perspectiva, como Eichengreen (2004) e Roubini & Setser (2005), consideram que os argumentos de Dooley *et al.* valorizam em excesso o papel dos controles de capitais, da manipulação das taxas de câmbio e do acúmulo defensivo de reservas, e subestimam a gravidade da deterioração da conta corrente dos EUA.

No contexto dessa discussão emergem alguns pontos importantes para se pensar o desenvolvimento recente e as perspectivas da economia brasileira, e que são o objeto do presente artigo. Em primeiro lugar, o crescimento da economia brasileira em 2004 e a melhora progressiva no desempenho das nossas contas externas estiveram fortemente condicionados por um choque externo excepcionalmente favorável verificado no último biênio (Cecon, 2004, Ipea, 2005). Por sua vez, a recuperação na economia mundial, tanto no lado real (renda, volume de comércio e preços), quanto no financeiro, deve-se ao desempenho dos EUA e das economias asiáticas, especialmente a China (IMF, 2004b). O crescimento desta, além de explicar parcela expressiva da expansão mundial, tem alimentado o *boom* nos preços de *commodities* agrícolas e minerais. Assim, a manutenção daquela relação simbiótica parece ser um elemento importante para estabilizar o dólar, manter a liquidez financeira internacional em níveis superiores ao verificados na segunda metade dos anos 1990, quando da ocorrência de várias crises financeiras, e garantir o crescimento da demanda mundial. Tais pontos parecem importantes para a continuidade do bom momento vivido pela economia brasileira.

Em segundo lugar, a discussão proposta por Dooley *et al.* suscita a seguinte questão: qual tipo de estratégia é mais adequada para o crescimento com relativa estabilidade em um cenário de globalização financeira. Se, até pouco tempo atrás, os elevados déficits em conta corrente e a dependência da poupança externa[4] faziam com que a economia brasileira pudesse ser facilmente encaixada no grupo dos países do tipo "conta capital", depois de 2003 os superávits em conta corrente poderiam sinalizar para uma mudança de *status*. Argumenta-se, aqui, que nos termos de Dooley *et al.* ainda seria precipitado sugerir-se que o Brasil adentrou ao grupo "conta corrente". Isto

[4] Ver, para o caso brasileiro, Bresser-Pereira & Nakano (2003); Cepal (2002, 2004) para o conjunto da América Latina; e Prasad *et al.* (2004) para as economias em desenvolvimento como um todo.

porque, falta ao país uma estratégia de gestão dos fluxos financeiros e da taxa de câmbio que sinalize, em um horizonte de prazo mais amplo, com um efetivo compromisso de dosar o grau de abertura financeira em função das necessidades de desenvolvimento do país[5]. Pelo contrário, o Brasil tem optado por ampliar tal abertura, expondo-se mais aos ciclos financeiros internacionais. Além dessa introdução, os argumentos estão estruturados em mais três partes. A seguir, explora-se a lógica e algumas implicações da hipótese Bretton Woods II[6] (HBW II, de agora em diante). Na seqüência analisa-se a recuperação recente da economia brasileira, enfatizando o comportamento das contas externas. Sugere-se que tal desempenho esteve associado à presença de um choque externo benigno excepcionalmente favorável. Seguem algumas considerações finais.

2. A Hipótese Bretton Woods II: Lógica e Implicações

A HBW II de Dooley *et al.* (2003, 2004, 2004b, 2004c) sugere que a situação estrutural de déficits em conta corrente dos EUA não constitui um problema. Pelo contrário, o excesso de importações de bens e serviços da ordem de mais 6% do seu PIB (US$ 632 bilhões, em 2004)[7], e que representa a contrapartida de superávits dos parceiros comerciais dos EUA, se constituiria em um importante estímulo na demanda mundial. A sustentabilidade da posição externa norte-americana e, com isso, a manutenção do dólar como uma divisa-chave implicaria a necessidade daquele país atrair cerca de US$ 2,5 bilhões por dia útil. Ou seja, a posição financeira externa dos EUA deve ser tal que a aquisição de ativos financeiros por não-residentes deve exceder as aquisições norte-americanas de ativos financeiros do resto do mundo em uma proporção equivalente aos seus déficits externos em conta corrente.

De acordo com a teoria da paridade de juros, a atratividade dos ativos norte-americanos seria diretamente relacionada com sua remuneração e com a expectativa de apreciação do dólar. O contexto atual de déficits gêmeos crescentes cria uma forte pressão *potencial* sobre o dólar e/ou a taxa de juros (ou as várias taxas de juros) [8] nos EUA, que pode desestabilizar o mercado financeiro internacional, causando tanto um aumento na liquidez disponível para a aquisição de ativos denominados em outras moedas, e que possuem taxas de retorno mais elevadas, quanto o movimento contrário, de "retorno ao dólar", quando do aumento no seu vetor rentabilidade-risco (Roubini & Setser, 2004, IMF 2004).

---

[5] Esse é um dos temas centrais de Unctad (2004), onde se enfatiza a necessidade de coerência entre os regimes comerciais e financeiros. Em particular, para países em desenvolvimento, deve-se priorizar a manutenção de uma taxa de câmbio adequada à sustentação de uma posição comercial externa favorável. Do ponto de vista das decisões privadas de produção, investimento e composição do *mix* de importação (de insumos) e exportação (bens finais), a taxa de câmbio como um preço financeiro ou como instrumento para políticas deflacionistas não seria um instrumento neutro.

[6] A expressão "hipótese Bretton Woods II" é de Roubini & Setser (2004).

[7] O déficit estimado no último trimestre de 2004 foi de 6,3% do PIB (www.bea.gov). É interessante notar que o déficit médio entre 1990 e 1998 foi de 1,6% do PIB. Tal posição externa começou a se deteriorar mais rapidamente a partir 1999, quando o déficit médio superou a casa de 4% do PIB. Estimativas com base nos dados do BEA (*Bureau of Economic Analysis*) e da "*The Economist*" reportados pelo IPEADATA – www.ipeadata.gov.br.

[8] Sobre a dinâmica do mercado de títulos do Tesouro Norte-Americano e a formação das diversas taxas de juros dos instrumentos da dívida pública nos Estados Unidos, ver: Braga & Cintra, 2004.

Neste contexto, crises de confiança no dólar só poderiam ser evitadas caso o resto do mundo siga disposto a financiar o "crescimento liderado pelo consumo" dos EUA e, assim, seus déficits em transações correntes. Tal papel seria reservado aos seus principais parceiros comerciais, especialmente as economias asiáticas. O interesse dessas na manutenção da aquisição de ativos denominados em dólares, especialmente de títulos emitidos pelo Tesouro norte-americano, apesar de sua baixa remuneração e do crescimento na posição devedora (fiscal e externa) daquele país, estaria fundamentada em dois elementos de caráter aparentemente estrutural. O primeiro seria o desejo, inclusive no caso japonês, de seguir priorizando o crescimento baseado nas exportações. O segundo fator estaria associado aos impactos da crise financeira de 1997-1998 sobre o padrão de financiamento dos asiáticos e suas estratégias macroeconômicas. Teria se criado uma sensível rejeição ao modelo de sobre-endividamento com base em poupança externa, sendo a apreciação real das moedas domésticas e a inflação nos preços dos ativos financeiros e não-financeiros os sub-produtos que mais teriam contribuído para a fragilização financeira anterior à crise. As novas prioridades seriam a sustentação do valor real das taxas de câmbio frente ao dólar, o que implica adoção de regimes cambiais rígidos, como nos casos de China, Malásia e Hong Kong ou, no caso dos países que adotam regimes de câmbio flutuante (Japão, Coréia, Índia, Taiwan, Tailândia e Indonésia), na forte intervenção das autoridades monetárias que passaram a reciclar os resultados dos superávits em conta corrente e dos ingressos líquidos de capitais privados, transformando-os em reservas oficiais. O incremento destas, por sua vez, traduziria uma busca aparentemente intencional de reduzir o grau de exposição das diversas economias aos ciclos financeiros externamente determinados, denominados pelo FMI (IMF, 2003) de ciclos "*feast or famine*".

Para se compreender a perspectiva asiática, tendo por pano de fundo a análise de Dooley *et al.*, é preciso lembrar que depois de flertar com a liberalização financeira, o que implicou uma crescente fragilidade externa, muitas economias asiáticas passaram a ter como estratégia (implícita ou explícita) a criação de colchões de liquidez (em dólares) suficientemente elásticos para afastar o que se passou a perceber na região como um risco inerente ao processo de globalização, qual seja, a de crises financeiras geradas pela conversibilidade da conta capital. A idéia de que a busca de tal proteção é "racional" tem sido admitida inclusive por analistas contrários a essa estratégia (Eichengreen, 2004, IIF, 2004). Após as crises, alguns indicadores de vulnerabilidade externa apresentaram uma melhora substantiva na Ásia. A relação reservas internacionais com respeito ao volume de importações dobrou, ao passo que quadruplicou a relação reservas e dívida de curto prazo – *proxy* destacada na literatura para identificar problemas de liquidez em um contexto de livre mobilidade de capitais[9]. Na América Latina, tais indicadores pouco se alteraram, mantendo-se em

[9] Em 1995, a relação reservas/dívida de curto prazo era de 1,7 na Ásia e 1,4 na América Latina (AL). Em 2003, passou-se, respectivamente para 8,8 e 1,6. A relação reservas/importações passou de 38% para 68% na Ásia, e de 51% para 48% na AL, tendo

patamares significativamente reduzidos. A dívida externa com respeito ao PIB caiu em 5 pontos percentuais na Ásia (de 32% para 27%), ao passo que aumentou em proporção semelhante na América Latina[10] (de 37% para 45%). Ademais, o custo de carregamento da dívida externa (juros e amortizações sobre o estoque de dívida) é quase três vezes maior entre as economias latino-americanas – pouco mais de 2% na média do período na Ásia, contra 6% na América Latina.

É interessante notar que, entre o começo de 2002 e de 2004, a moeda norte-americana chegou a perder entre 40% e 50% no seu valor, em termos nominais (entre 10% e 25% em termos reais e considerando-se as ponderações dos fluxos de comércio), com respeito ao euro e as moedas de outros parceiros comerciais importantes dos EUA, como Canadá e Austrália, ao passo que as moedas asiáticas subiram muito menos – desde a posição fixa das moedas chinesa e malaia, passando pela depreciação do peso filipino, até apreciações moderadas entre 5% e 20% nos demais casos. O esforço oficial para evitar flutuações significativas nas taxas de câmbio tem se traduzido no aumento das reservas externas que, por sua vez, tendem a resultar em medidas de esterilização do excesso de crédito doméstico (Bergsten, 2004, World Bank, 2004, BIS, 2004a, Aizenman *et al*., 2004, Eichengreen, 2004). No caso asiático, no triênio 2001-2003, a variação de reservas como proporção da renda atingiu o nível médio mais elevado das últimas quatro décadas, algo em torno de 5%, contra uma média pouco superior a 1% do período 1970-2000[11]. Tal nível também não encontra precedentes quando se compara o desempenho corrente ou histórico de outras regiões.

As intervenções cambiais procurariam preservar a competitividade das moedas nacionais e, assim, o *drive* exportador. Além disso, ao atrelar de direito ou de fato suas moedas ao dólar – e ao *renminbi* chinês, que está fixado em dólares –, os países asiáticos estariam criando uma área "periférica" estruturalmente ligada ao centro norte-americano tanto pelos canais comerciais, quanto pelos financeiros. A analogia ao padrão dólar-ouro derivado do Acordo de Bretton Woods tenderia a se ampliar com a incorporação de novos países ao novo arranjo de "câmbio fixo". Isto se daria por efeito das pressões competitivas entre os países que adotam câmbio flutuante e apresentam forte apreciação de suas moedas frente ao dólar, ao *renminbi* – e, assim, frente à máquina exportadora chinesa – e às demais moedas asiáticas. Com mais países adotando a "estratégia asiática", cresceria o espaço de financiamento dos déficits em conta corrente dos EUA. No pós-guerra, os interesses geopolíticos teriam determinando um certo padrão de solidariedade entre os EUA e a Europa Ocidental e Japão, permitindo a esses últimos lançar mão do *drive* exportador por meio do acesso ao mercado norte-americano como fonte de crescimento. Agora tal *catching-up* estaria baseado no duplo interesse da economia central (e devedora) em preservar seu "crescimento liderado pelo

---

2002 como ano de ponta. Estimativas com base no Anexo Estatístico de IMF (2004). O bom desempenho das contas externas da maior dos países latinos, em 2004, deverá melhorar tais indicadores. Ainda assim, o desempenho asiático seguiu sendo superior.

[10] Neste caso, o peso do bom desempenho de Índia e China faz diferença, na medida em que o grupo "economias asiáticas em desenvolvimento", que exclui essas duas grandes economias, apresentaram um incremento desta relação.

[11] Estimativas com base nos dados de diversos *World Economic Outlook Database*, disponibilizados em www.imf.org.

consumo" (e financiamento externo), e das economias periféricas a ela atreladas em manter seus respectivos modelos de "crescimento liderado pelas exportações".

Os argumentos de Dooley *et al*. fazem eco a análises não convencionais, que nas últimas duas décadas têm se pautado por uma perspectiva mais cética quanto à capacidade da globalização econômica, especialmente em sua dimensão financeira, criar condições para o desenvolvimento com inclusão social e estabilidade macroeconômica[12]. É interessante verificar que no período 1995-2003, que coincide com a crescente instabilidade financeira internacional e com a implantação de reformas estruturais na periferia, em especial nos países com programas de apoio financeiro do FMI e Banco Mundial,

Os argumentos de Dooley *et al.* têm sido criticados por importantes analistas da economia internacional como Eichengreen (2004), Bergsten & Williamson (2004) e Roubini & Setser (2005), que consideram que aqueles valorizam em excesso o papel dos controles de capitais, da manipulação das taxas de câmbio e do acúmulo defensivo de reservas associados à estratégia "conta corrente" dos países asiáticos, e subestimam a gravidade da deterioração das contas externas dos EUA. Nesta linha tem se denominado as políticas asiáticas de "mercantilistas", em uma conotação claramente pejorativa (Bergsten, 2004). Tão grave quanto a questão da deterioração da conta corrente dos EUA seria a manipulação dos Bancos Centrais asiáticos que sustentariam artificialmente o valor de suas moedas, não deixando que os fluxos cambiais positivos se ajustassem via "preços", vale dizer, pela apreciação das moedas locais. Isto geraria uma forte pressão sobre as moedas de países que jogariam de acordo com as regras de mercado, como os europeus, canadenses e australianos. Em uma outra vertente de argumentação, Davidson (2003) sugere que a economia internacional tenderia para um equilíbrio com desemprego, na medida em que o sobre-acúmulo de divisas pelos asiáticos reduziria a demanda agregada potencial.

Na perspectiva deste artigo, apesar da relevância dos argumentos dos críticos de Dooley *et al.* e de algumas imprecisões contidas na Hipótese Bretton Woods II[13], a defesa destes autores da "estratégia asiática" fornece um importante elemento para a compreensão das alternativas de política econômica que se apresentam para a economia brasileira. Isto porque a melhor forma de racionalizar as políticas macroeconômicas defensivas dos asiáticos no período que se seguiu à crise

[12] As referências sobre essa literatura podem ser encontradas em Cepal (2002 e 2004) e Unctad (2004).

[13] Ultrapassa os objetivos deste artigo apresentar uma resenha crítica da HBWII, mas é importante mencionar duas imprecisões: (1) a comparação entre o período de Bretton Woods e o contexto atual abstrai as profundas transformações na dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional nas duas últimas décadas e, por isso, precisaria ser melhor qualificada (2) a relação estabelecida pelos autores entre o financiamento do déficit em conta corrente americano pelos países asiáticos, a aquisição de ativos financeiros americanos por esses países e a sustentação do valor do dólar desconsidera algumas mediações importantes, dentre as quais: o financiamento deste déficit (um *fluxo*) envolve instrumentos de crédito de curto prazo (*commercial papers*), denominados em dólar e aceitos pelos exportadores asiáticos; a manutenção das paridades das moedas asiáticas em relação ao dólar ocorre devido à política cambial de intervenção no mercado de câmbio e aquisição do excesso de liquidez em moeda estrangeira pelas respectivas autoridades monetárias; a aquisição de ativos financeiros americanos, como os títulos do tesouro americano, é uma decisão de alocação da *riqueza*, seja das reservas internacionais dos governos, seja das reservas privadas em moeda estrangeira dos exportadores asiáticos; ao decidirem pela aquisição desses ativos e não de ativos denominados em outras moedas, como o euro, os asiáticos influenciam a formação da taxa de câmbio dólar/euro e não da taxa de câmbio do dólar em relação a suas moedas.

financeira de 1997-1998, além do já tradicional *drive* exportador, é a desconfiança que suas autoridades passaram a ter dos mercados financeiros globalizados e desregulamentados. Vale dizer, a manutenção de uma trajetória de crescimento com estabilidade passaria por se evitar a reprodução de uma situação de excessiva abertura financeira com mecanismos regulatórios frágeis e ampliação de posições passivas de curto prazo. E, essa opção de política garantiu aos países do sudeste asiático um desempenho econômico superior à média do conjunto da periferia capitalista no período 1995-2003, apesar da crise financeira de 1997-1998. Por exemplo, a renda *per capita* cresceu somente 0,6% ao ano na América Latina, contra 5,4% nos países asiáticos em desenvolvimento e 3,6% nos asiáticos já considerados como economias avançadas pelos órgãos multilaterais - Coréia, Hong Kong, Cingapura e Taiwan (IMF, 2004b). Ademais, as políticas monetária e fiscal nas economias asiáticas são mais expansionistas do que as verificadas na América Latina, sem que isso se traduza em taxas inflacionárias mais elevadas[14]. Pelo contrário, a inflação tem sido mais baixa na Ásia, 5,1% ao ano em média, contra os 13,2% verificados nas economias latinas. É a partir dessa perspectiva que passamos a analisar o caso brasileiro recente.

3. A Economia Brasileira e a Hipótese Bretton Woods II

A partir da adoção do regime de câmbio flutuante a conta corrente do balanço de pagamento (BP) do Brasil passou a reagir positivamente aos estímulos de uma moeda mais competitiva e, em 2003 e 2004, de um ambiente internacional mais favorável. 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[15], 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[16]. 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

[14] Considerando-se a média do período 1995-2003, verificou-se uma expansão dos agregados monetários ampliados em 17,4% a.a. no conjunto dos países em desenvolvimento (PEDs), de 16,6% na Ásia em desenvolvimento (18,5% na China e 16,5% na Índia), 14,6% na América Latina (AL) e 11,9% nos NICs Asiáticos (Taiwan, Coréia, Cingapura e Hong Kong). No mesmo período, a média do resultado do governo central (como % do PIB) foi de -3,2% nos PEDs, -3,5% na Ásia em desenvolvimento (-2,8% na China e -5,3% na Índia), -2,6% na AL e 0% nos NICs asiáticos. Já a inflação teve as seguintes médias anuais: 9,8% nos PEDs, 5,1% na Ásia (3,1% na China e 6,7% na Índia), 13,2% na AL e 2,8% nos NICs asiáticos. As estimativas com base no Anexo Estatístico de IMF (2004).

[15] É importante lembrar que em novembro de 2002 a inflação mensal oficial (IPCA) chegou a 3%, maior nível desde a implementação do Real. Isto significava uma taxa anualizada de mais de 40%. As expectativas de inflação, apuradas pelo Banco Central (Pesquisa Focus – www.bcb.gov.br), para os doze 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.

[16] 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 aquela elevação se deu a partir de uma base frágil, onde entre 2000 e 2002 houve uma queda acumulada de mais de 80% no IBOVESPA.

cambial[17]. Apesar destes 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 1995-2002. 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, emprego e salários. O *drive* exportador, viabilizado por condições internacionais excepcionalmente favoráveis, foi o motor do crescimento (IPEA, 2005).

Representantes do governo Lula e vários analistas consideram que os indicadores supracitados são sinais de acerto na adoção da estratégia de 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[18], tal opção é racionalizada a partir da perspectiva de que o problema macroeconômico central do País é de origem fiscal[19]. 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 1999-2002 seria capaz de garantir a "credibilidade" do governo junto aos mercados financeiros. Soma-se a isso o esforço de se criar 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 aprimore 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

[17] A apreciação do Real contribuiu 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, 10% no final de 2004. A parcela pré-fixada da dívida evoluiu, no mesmo período, de 2% para 18%.

[18] Recomenda-se a leitura dos trabalhos reunidos por Benecke; Nascimento (2003), Sicsú *et* al. (2003), Albuquerque; Velloso (2003) e Giambiagi; Moreira (1999), além de Giambiagi (2003) e Carneiro (2003).

[19] Ver, dentre outros, Garcia; Didier (2001), Garcia (2002), Williamson (2003), Goldestein (2003), Giambiagi (2003), Arida (2003, 2003b) e Bacha (2003).

desta "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[20].

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 Balanço de Pagamentos e para a elevação da taxa de investimentos. São pressupostos implícitos nesta estratégia, que pode ser sintetizada no termo "*Confidence Building*"[21], o aprofundamento da liberalização financeira – no limite, tornando o Real plenamente conversível (Arida, 2003, 2003b, Bacha, 2003) – 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, como fica evidente nas diretrizes para a ação governamental do Ministério da Fazenda.

Assim, a evolução do balanço de pagamentos brasileiro de 1999 a 2004 esteve condicionada pela mudança no regime de política econômica, cujo marco foi a adoção do câmbio flexível[22], pela ampliação do grau de abertura financeira da economia em 2000, com eliminação praticamente total das restrições ainda existentes os fluxos de capitais entre o País e o exterior, e pelo choque externo excepcionalmente favorável de preços de *commodities* e recuperação na demanda, 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, dividiremos nossa análise 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 explicado pelo choque externo positivo do biênio 2003-2004. A seguir são apresentados: (i) a dinâmica da conta capital e financeira, fortemente dependente dos ciclos *feast-famine* dos mercados financeiros globalizados e desregulamentados; e (ii) os indicadores de vulnerabilidade externa.

3.1 O Desempenho da Conta Corrente: Os Efeitos do "Choque Benigno"

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

[20] Exemplo particularmente ilustrativo da visão hegemônica do governo Lula está no documento "Gasto Social do Governo Central: 2001 e 2002" , disponível no site www.fazenda.gov.br.
[21] Para uma crítica dessa estratégia, ver Belluzzo; Carneiro (2003).
[22] O segundo pilar deste regime, a política de metas de inflação – que se tornou âncora da política monetária – foi implementado em junho de 1999.

exame detalhado da balança comercial no período, cujo superávit ancorou-se na taxa excepcional de crescimento das exportações – cerca de 32% entre 2003 e 2004 -, num contexto de recuperação de importações – que se expandiram 30% em relação a 2003.[23]. 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, este superávit foi determinado pelo aumento das exportações num contexto de importações estagnadas, em 2004 este aumento foi acompanhado por uma progressiva recuperação das importações, associada, em grande parte, à recuperação do nível interno de atividade interno. O ritmo de crescimento das exportações passou de um patamar médio entre 4% e 5%, no período 1995-2002, para 21% e 32% em 2003 e 2004[24].

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 (IMF, 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 será 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 ter atingido 8,5% em 2004 segundo a OMC[25]. Esta situação inédita em mais de duas décadas constitui uma das dimensões do "choque externo benigno", que contribuiu decisivamente para o desempenho exportador do Brasil. Destaca-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[26] – beneficiou especialmente os produtos básicos e os semi-manufaturados 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

[23] Vale mencionar que até fevereiro de 2005 a tendência de apreciação da taxa de câmbio real, mais intensa a partir do segundo semestre de 2004, não tinha comprometido o saldo comercial. Uma das explicações para este fato é a existência de uma defasagem temporal, estimada em nove meses pela Funcex (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. Outras hipóteses que podem ser levantadas para a sustentação deste saldo no início de 2005 são: a manutenção da demanda externa em patamar elevado; o novo repique dos preços das commodities.

[24] É importante notar que nesse biênio o *quantum* exportado (60%) cresceu em um ritmo superior aos preços (34%).

[25] "2004 trade growth to exceed 2003 despite higher oil prices", Press/386, 25 October 2004. Capturado em dezembro de 2004 em: (http://www.wto.org/english/news_e/pres04_e/pr386_e.htm).

[26] 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 ampliaram-se em cerca de 10% naquele período, atingiram um crescimento de 20% em 2004 (Unctad, 2004 e The Economist, diversos números). 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 planta) 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).

apresentaram desempenho distinto. A influência negativa da queda do preço da soja e derivados[27] sobre os preços dos produtos básicos e semi-manufaturados exportados pelo Brasil foi compensada, parcialmente, pela alta dos preços de diversos metais, que mantiveram sua trajetória altista. Parcialmente porque, a participação das commodities agrícolas na pauta de exportação brasileira é superior a 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[28], 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 (esse último, mais relevante no caso das nacionais).[29]

Estudos recentes sugerem que o coeficiente de exportação da indústria brasileira aumentou após a mudança do regime cambial, em 1999. De acordo com Nassif & Puga (2004), considerando a indústria em geral, esse coeficiente passou de 14,7% em 1998 para 22,3% em 2003, sendo que ele aumentou na maioria dos setores. O estudo desses autores também ressalta 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 setor de aviação).

Assim, a performance excepcional deste 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

---

[27] 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 (Unctad, 2004, The Economist, diversos números).

[28] Ver, por exemplo: Mendonça de Barros, L.C. O macro e o micro na economia brasileira, *Folha de São Paulo*, p. B2, 15 de outubro, 2004. Balbi, Sandra. Múltis usam país como base exportadora. *Folha de São Paulo*, 17 de outubro, 2004, pp.B1.

[29] Todavia, cabe destacar que a recente apreciação do Real já comprometeu a rentabilidade das exportações de vários setores de manufaturados, de acordo com a Funcex (2005), e, assim, pode resultar na reversão de algumas dessas decisões.

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 Iedi (2004), os setores que mais contribuíram para o crescimento das exportações no primeiro semestre de 2004 tiveram declínio em sua participação no comércio mundial entre 1996-2001[30].

Finalmente, alguns comentários sobre as importações. Seu aumento em 2004 é reflexo da própria expansão das exportações e da retomada do nível de atividades doméstico, que resultaram em demanda 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 1990. Ademais, essa retomada, por ter se ancorou em grande parte no crescimento da demanda por bens de consumo duráveis, impulsionou, igualmente, as compras externas dessesm bens – inclusive, nesta categoria de uso, o aumento do quantum explicou mais de 100% do crescimento do valor das importações, dada a 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 (Cecon, 2004, IPEA, 2005).

3.2 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 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 desses 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 1990, a sua participação nos

[30] O estudo de Ferraz & Ribeiro (2004), realizado para o período 1996-2002 corrobora essa conclusão: no biênio 2001-2002, 39% das exportações brasileiras referia-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 2001-2002 e 2003-2004, essa proporção deve ter se mantido.

fluxos globais ainda é marginal[31], o que os torna mais vulneráveis às mudanças nas expectativas dos investidores estrangeiros, uma vez que a venda das moedas e 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 daqueles 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 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 1990. 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, se reduziram desde a crise asiática e se mantiveram num patamar baixo a partir de então[32].

O mercado de títulos de dívida dos países "emergentes" tem sido marcado por uma dinâmica de "*feast or famine*"[33] – 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 (IMF, 2003), essa influência transparece na elevada correlação entre a volatilidade e os prêmios de risco dos "mercados emergentes" (medidos por índices como o EMBI+) e o 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 americanas (*US high-yield bonds*), e aqueles dos títulos emitidos pelos "mercados emergentes"[34]. Os períodos de fechamento – "i*ssuance 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

[31] De acordo com dados do BIS, em dezembro de 2003, os países centrais absorviam cerca de 90% do estoque de empréstimos bancários internacionais. No mercado internacional de títulos de dívida esta 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, 2004b).

[32] Sobre os fluxos de empréstimos bancários para os países "emergentes" após a crise asiática, ver Cintra; Farhi (2003).

[33] O FMI tem utilizado em seus relatórios as expressões "*on-off nature*" (ver, por exemplo, Adams *et al*. 1999 e Mathieson & Schinasi, 2001) e, mais recentemente "*feast or famine*" (IMF, 2003) para caracterizar a dinâmica volátil dos fluxos de capitais direcionados para os "mercados emergentes".

[34] 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 (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 inicie-se nesse mercado. 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.

redução desse prêmio[35] e caracterizam-se por um excesso de emissões lideradas exatamente por estes emissores, que podem rapidamente saturar os mercados primário e secundário[36].

Mudanças na estrutura do mercado de títulos de dívida "emergentes" no período analisado contribuíram para reforçar esta 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"; a adoção crescente de sistemas *Value at Risk* , que induz os investidores a cancelar 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 neste período, sintetizada acima. Outro condicionante deste desempenho foi a retração da demanda por recursos externos pelas empresas e institutições financeiras residentes – associada à maior volatilidade cambial após a adoção do regime de câmbio flutuante –, cuja influência transpareceu, sobretudo, no biênio 2003-2004, quando as condições de liquidez internacional tornaram-se novamente favoráveis aos mercados emergentes.

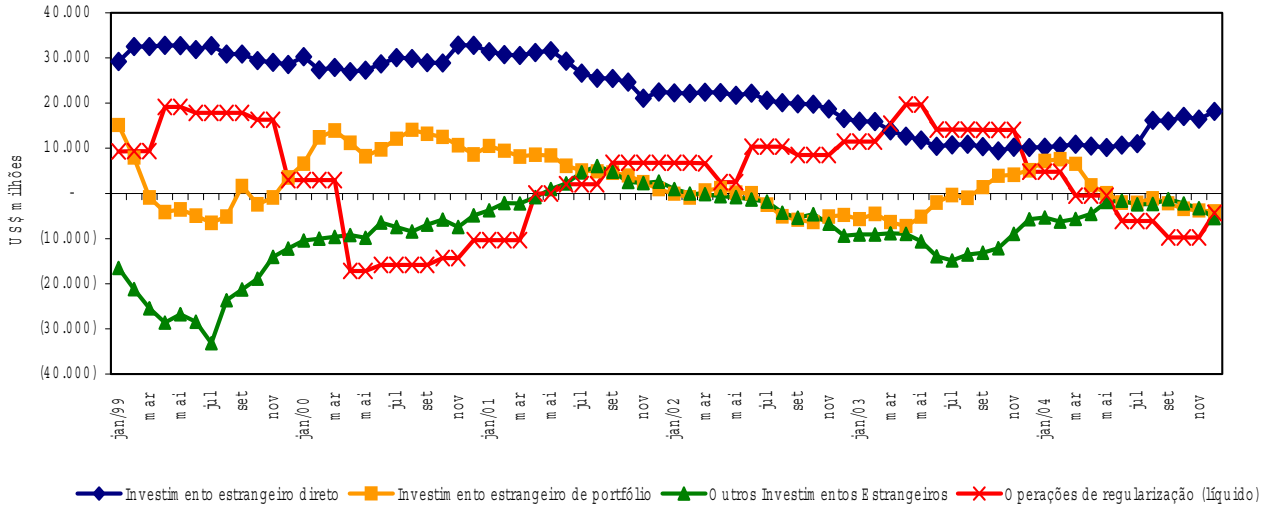
No período 1999 a 2002, a tendência de volatilidade foi acompanhada por uma redução progressiva dos fluxos líquidos de capitais privados para o País, a qual se acentuou a partir de meados de 2001, quando as condições econômicas e financeiras nos países centrais deterioram-se[37]. No biênio 2001-2002, é o crescimento, igualmente progressivo, das operações de regularização (que correspondem, majoritariamente, aos empréstimos concedidos pelo FMI) que garante o financiamento do balanço de pagamentos (ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Principais modalidades de fluxos de capitais – Brasil, 1999 – 2004 (US$ milhões)

[35] Dados das emissões semanais dos mercados emergentes no período 1994-2002 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* (IMF, 2003).

[36] De acordo com o FMI (IMF, 2003), 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.

[37] 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 com 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 (IMF, 2002a; BIS, 2002).



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria baseando em Cecon (2004) - Valores acumulados em 12 meses.

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 externo direto (IED), sua redução a partir de janeiro de 2001 decorreu da retração da modalidade *Participação no capital*, associada tanto a fatores 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 País na segunda metade dos anos 1990. 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[38] 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 fornecedores e, inclusive, do crédito comercial (todos incluídos na modalidade *Outros Investimentos*), o qual somente se recupera a partir de meados de 2002 devido à expansão das exportações[39].

[38] Esse tipo fluxo passou a ser contabilizado como investimento externo direto (IED) 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.

[39] A forte contração destes 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.

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, ADRs[40] (*American Depositary Receipts*) e títulos de renda fixa emitidos no exterior -, reflexo do contexto de elevado apetite por risco. Os fluxos líquidos de IED se recuperaram somente no último trimestre do ano. Já em 2004, o IED foi a principal modalidade de capital direcionada para a economia brasileira e a única sub-conta 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 não-renovação de empréstimos seja securitizados, seja junto a organizamos 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 de 2003[41]. 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 prazo, 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[42]. 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[43], contribuindo para a melhora dos indicadores de vulnerabilidade externa.

Algumas hipóteses podem ser levantadas para explicar a queda da dívida externa privada. Como condicionante mais geral, 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 mini-ciclos de "*feast or famine*" e, mais recentemente, pela queda do estoque de títulos públicos indexados ao câmbio, que significou menor

[40] Os investimentos de portfólio no país direcionaram-se, essencialmente, à aquisição de ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que, como as demais bolsas de valores emergentes, apresentaram alta rentabilidade em 2003.
[41] Pelo critério das médias móveis trimestrais. Ver Cecon (2004).
[42] A partir de março de 2004, observou-se uma redução do volume e 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 americana ainda no primeiro semestre de 2004. Essa elevação ocorreu efetivamente na reunião do Federal Reserve de 30 de junho.
[43] 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 (www.bcb.gov.br).

oferta da modalidade mais segura de *hedge* cambial. Como no período 1999-2002 predominou uma situação da escassez de oferta de financiamento externo voluntário.

Apesar de um importante ajuste de fluxos nas contas externas do Brasil, com destaque para o desempenho da conta corrente, a instabilidade dos fluxos de financiamento externo, a herança de acúmulo de um estoque de passivos 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 permanecem em níveis preocupantes. Para avaliar a situação de liquidez, que reflete a vulnerabilidade externa no curto prazo, foram calculados 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[44]. Eles se diferenciam somente na composição do numerado. Em ordem crescente de abrangência, temos: (1) 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; (2) o indicador *Standard & Poors*, que considera no numerador as necessidades brutas de financiamento externo (NBFE) – que equivalem à soma do saldo em transações correntes, com o principal vencível da dívida externa de médio e longo prazo nos próximos 12 meses e o estoque da dívida de curto prazo; (3) e o indicador mais amplo, que "mede" a pressão potencial sobre as reservas internacionais no País – que denominamos "*Standards & Poors* + Portfólio" – que soma as NBFE com o estoque de investimento de portfólio estrangeiro.

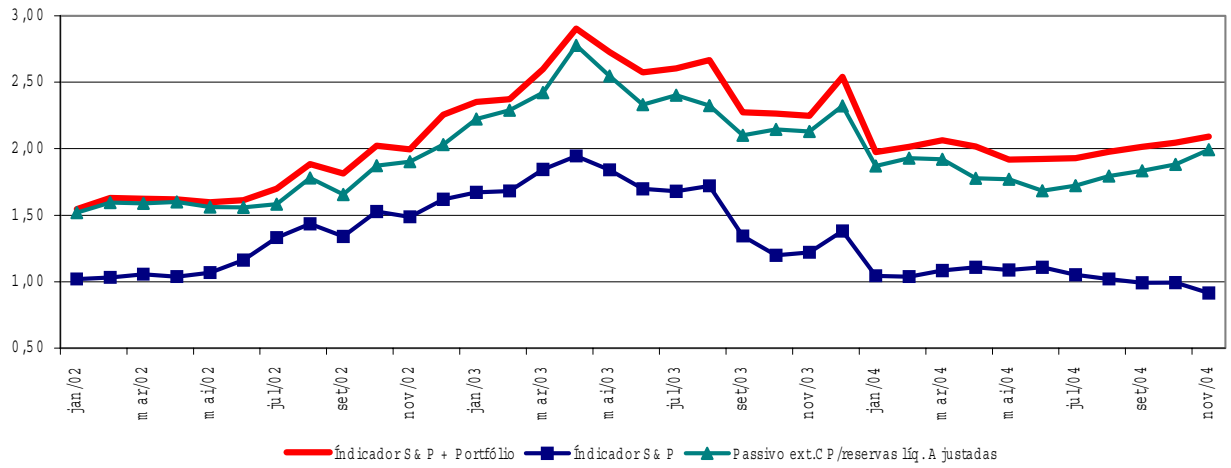
A redução (e, assim, melhora) dos indicadores de liquidez externa a partir de maio de 2003 (ver Gráfico 2) esteve associada a uma conjunção de fatores: do lado do numerador, aos superávits em transações correntes obtidos a partir de julho e à redução conjuntural da dívida de curto prazo e das amortizações de médio e longo prazo nos segundo e terceiro trimestre 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.

Já em 2004, os indicadores de liquidez mantiveram praticamente no mesmo patamar até meados do ano e, a partir de então, apresentaram um desempenho divergentes: enquanto o indicador Standard & Poors, diminuiu ligeiramente – devido, principalmente, aos superávits em transações correntes e à redução do estoque da dívida de curto prazo e das amortizações de médio e longo prazono segundo semestre do ano –, os demais indicadores aumentaram, também de forma ligeira, em função do aumento do estoque de investimentos estrangeiros de portfólio. Contudo, os três tipos de indicadores foram influenciados, negativamente, pelo comportamento do estoque de reservas

[44] 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.

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 deste 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. Ou seja, ao invés 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 –, esta autoridade optou por aproveitar o excesso de liquidez no mercado de câmbio para apreciar o Real e atenuar pressões inflacionárias[45].

Gráfico 2 – Indicadores de Liquidez Externa do Brasil, 1998 - 2004



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria baseando em Cecon (2004).

Já os indicadores de solvência externa são estimativas da vulnerabilidade externa do País no médio e longo prazo, cuja redução depende da capacidade de geração de divisas da economia via exportações. Nesse caso, calculamos dois indicadores – o indicador mais amplo, Passivo externo líquido[46]/exportações e o indicador Dívida externa líquida total/exportações – tendo ambos apresentado tendência declinante em 2003, primeiro ano do governo Lula – associada, principalmente, ao crescimento expressivo das exportações.–, a qual persistiu em 2004, em função deste crescimento e também da queda da dívida externa, sobretudo privada (ver Gráfico 3)[47]. A

[45] Vale mencionar que a política de recomposição de reservas foi intensificada no primeiro trimestre de 2005. Entre janeiro e março a autoridade monetária adquiriu cerca de US$ 10 bilhões, o que certamente contribui para a melhora dos indicadores de liquidez externa.

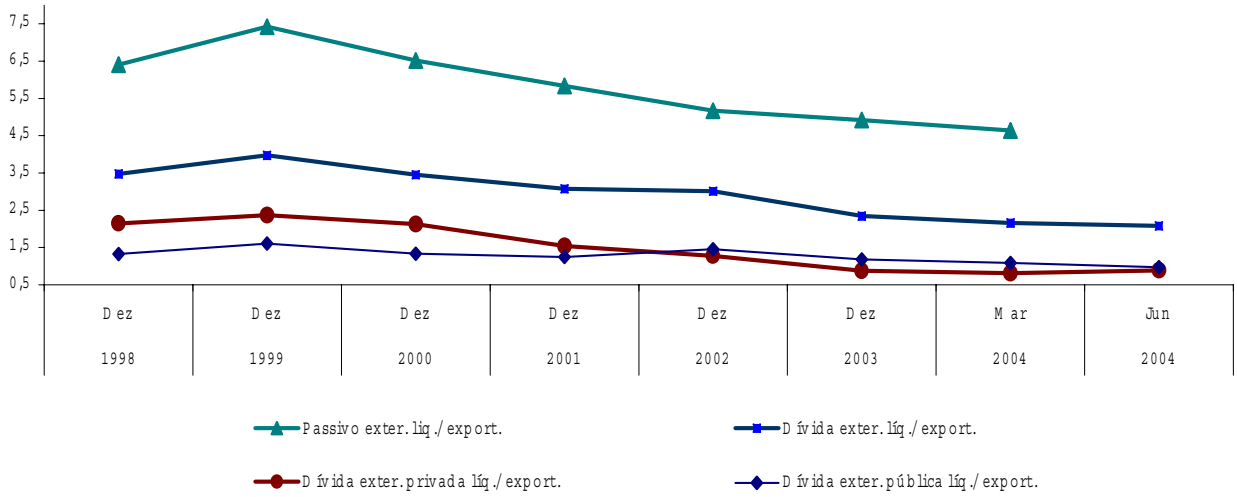
[46] O Passivo Externo Bruto (PEB) do país inclui o estoque de dívida externa, de investimento de portfólio e do investimento externo direto. O passivo externo líquido equivale ao PEB menos os ativos externos (reservas internacionais, haveres dos bancos brasileiros no exterior e crédito brasileiros no exterior).

[47] A redução dos indicadores de vulnerabilidade externa no período 1998-2002 esteve associada ao efeito contábil da queda dos estoques de investimento estrangeiro direto e de portfólio no País, medidos US$, 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

importância do crescimento das exportações para a melhora da solvência externa fica mais evidente na evolução do indicador Serviço do Passivo Externo/exportação[48] – igualmente um indicador de solvência, mas que ao contrário dos precedentes traz no numerador um fluxo -, uma vez que este serviço reduziu-se muito pouco no período considerado.

A manutenção desta 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 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.), o que é pouco provável. Isto porque o desempenho excepcional das exportações no triênio 2002-2004 (crescimento superior à 20% a.a) esteve associado aos fatores excepcionais mencionados acima e, dado o perfil da pauta de exportação do país –concentrada em *commodities* primárias e bens de baixo conteúdo tecnológico – as vendas externas brasileiras permanecem altamente suscetíveis ao comportamento dos preços das commodities, inerentemente voláteis.

Gráfico 3. Indicadores de solvência externa do Brasil, 1998 – 2004



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria baseando em Cecon (2004).

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%

capitais também contribuíram para essa redução. Já o terceiro componente do passivo externo, a dívida externa, que não está sujeita a este efeito contábil, registrou queda no período em função da escassez de financiamento externo privado.

[48] Tal indicador foi de -4,0% em 2001 e 2002, -3,2% em 2003, e 2,6% em 2004.

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%. A reservas internacionais conjuntas da América Latina, de cerca de US$ 140 bilhões no final de 2004 equivalem às reservas da Coréia do Sul no mesmo período. Somente o incremento de reservas na região asiática em 2004 foi de US$ 280 bilhões (IIF, 2005). A projeção do FMI (IMF, 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 China, 0,3 na Rússia e 0,4 na Coréia – revelando uma maior capacidade das reservas internacionais cobrirem as dívidas de curto prazo.[49]

4. Considerações Finais

Em seu cerne, a HBW II sugere que a situação corrente de crescentes déficits em conta corrente dos EUA não é, necessariamente, uma ameaça para a estabilidade da economia mundial. Pelo contrário, os efeitos expansivos da demanda norte-americana poderiam gerar o estímulo necessário para a ampliação do ritmo de crescimento das economias periféricas. Ademais, ao reciclar seus superávits contra os EUA em ativos financeiros denominados em dólares, os países periféricos estariam garantindo o financiamento das contas externas norte-americanas e, assim, seu próprio *drive* exportador. A emergência desse padrão na relação entre as economias asiáticas e os EUA decorreu, dentre outros fatores: (i) dos efeitos da crise financeira de 1997-1998 na percepção das autoridades monetárias asiáticas sobre o caráter perverso de um padrão de financiamento caracterizado por um elevado endividamento de curto prazo em divisas estrangeiras; e, assim (ii) dos perigos de se ficar à mercê dos humores dos mercados financeiros globalizados e desregulamentados; (iii) do forte crescimento da economia chinesa, que parece estar absorvendo uma parcela crescente da capacidade produtiva mundial; (iv) o que tem gerado, no caso norte-americano, um crescente grau de abertura externa e a um padrão de crescimento que é liderado pelo consumo e marcado por uma baixa capacidade de gerar emprego (IMF, 2004b, Unctad, 2004).

A estratégia financeira defensiva pós-crise, marcada pelo sobre-acúmulo de reservas cambiais e por uma abertura financeira mais cautelosa, combinada com políticas comerciais extremamente agressivas na busca de sustentação de seu *drive* exportador, tem cristalizado a relação simbiótica EUA-Ásia, que poderia se espraiar para outras economias periféricas. Nessa perspectiva a HBW II aponta para a superioridade, em termos de permitir crescimento com estabilidade, de um

[49] Cálculos do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica da Unicamp (http://www.eco.unicamp.br/cecon/cecon.html) com base em projeções do JP Morgan.

certo padrão de políticas econômicas, quais sejam, as seguidas pelos países do tipo "conta corrente" ou os países asiáticos. Os países latinos, como o Brasil, têm se desviado desse padrão. Suas taxas de câmbio tendem a flutuar mais – e a se apreciar relativamente ao dólar e aos demais países que vêm se atrelando a esse, de direito ou de fato –, respondendo às mudanças nos fluxos de capitais, o que tende a comprometer as decisões produtivas e comerciais das empresas não financeiras, como tem destacado a Unctad (2004). Há, também, menores restrições à ampliação do grau de conversibilidade da conta capital, mesmo que estudos recentes, inclusive no âmbito do FMI sugiram que as ligações entre liberalização financeira e crescimento são tênues (*Prasad et al.*, 2003).

Conforme analisou-se no item 3 do presente trabalho, a economia brasileira apresentou, nos dois últimos anos, uma recuperação do crescimento econômico e uma melhora substantiva no desempenho das contas externas, apesar de não se enquadrar no padrão sugerido como superior por Dooley *et al.*. Argumentou-se a que essa performance favorável ocorreu devido aos efeitos da conjugação uma série elementos que não se sobrepunham a pelo menos três décadas: um vigoroso crescimento do comércio e da renda, em particular nos principais parceiros comerciais do país; forte alta no preço de *commodities*, com repercussões favoráveis para os termos de intercâmbio da economia brasileira; abundante liquidez com relativa estabilidade nos mercados financeiros internacionais, que se recuperaram do ciclo de forte contração que se seguiu à crise asiática de 1997-1998.

Esses elementos, combinados com o *boom* de crédito doméstico, a queda na taxa de juros entre o final de 2003 e o início de 2004, e uma certa recuperação da demanda interna (IPEA, 2005) estão garantindo o bom momento da economia brasileira. Todavia, a política econômica em curso tem sinalizado para a manutenção do *tripé* herdado do período FHC, cujos resultados em termos de crescimento e estabilidade não foram muito promissores, em um contexto internacional adverso. Pelo contrário, aprofunda-se a liberalização financeira, com a ampliação do grau de conversibilidade do Real[50], nos termos então sugeridos por Arida (2003, 200b) e Bacha (2003). Assim, não se pode descartar que em um novo quadro de instabilidade externa, a recente recuperação perca seu fôlego por depender fortemente dos estímulos de demanda externa, dado que a renda real doméstica e a capacidade de endividamento das famílias foram fortemente comprometidos depois de 1999.

Se os críticos da HBW II estiverem corretos, abre-se um quadro mais próximo para a ruptura da simbiose virtuosa entre EUA e Ásia. Esta responde, em grande parte, para o atual equilíbrio financeiro e comercial da economia mundial. Em tal cenário, o enfraquecimento da posição do dólar forçaria a uma reação dos EUA, ou pela via política, ou pela via de mercado. Nos dois casos, seria

[50] As recentes medidas liberalizantes do Banco Central (Resoluções 3.265 e 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.

de se esperar uma aceleração do movimento de alta da taxa de juros norte-americanas e/ou um maior aperto fiscal, com efeitos depressivos sobre seu "crescimento liderado pelo consumo", afetando negativamente o comércio internacional. Há, ainda, a hipótese de um realinhamento "voluntário" das taxas de câmbio asiáticas, liderado por uma valorização da moeda chinesa. De qualquer forma, não é possível se afastar a hipótese de descontinuidade no quadro virtuoso corrente de recuperação da economia mundial. Isto sinalizaria para a necessidade de uma maior precaução por parte das autoridades econômicas, no sentido de reduzir o grau de exposição do país aos humores dos mercados financeiros internacionais.

Em suma, apesar da melhoria nos indicadores de liquidez e solvência externa, que apontam para uma reversão parcial do quadro de vulnerabilidade externa herdado da era do Real forte, o Brasil segue longe de apresentar uma estratégia macroeconômica consistente com o objetivo de se alcançar o maior crescimento possível com a menor exposição à instabilidade financeira oriunda seja da dinâmica dos mercados globalizados, seja do desequilíbrios estruturais em conta corrente que caracterizam a economia mundial no contexto atual

5. Referências Bibliográficas

ADAMS, C.; MATHIESON, D.; SCHINASI, G. *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, sep., 1999

AIZENMAN, J., LEE, Y., RHEE, Y. *International Reserves Management an Capital Mobility in a Volatile World*: policy considerations an case study of Korea. NBER Working Paper 10.534. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2004.

ALBUQUERQUE, R.C., VELOSSO, J. P. R. *A promoção do desenvolvimento*. São Paulo: José Olympio, 2003.

ARIDA, P. Por uma moeda plenamente conversível. *Revista de Economia Política*, v.23, n.3 (91), p. 151-154, jul./set., 2003.

_____ Ainda Sobre Conversibilidade. *Revista de Economia Política*, 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*, v.23, n.3, p. 143-150, jul./set., 2003.

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

_____ O paradoxo da credibilidade. In: *Política Econômica em Foco*, n.2 – Boletim Quadrimestral do Centro de Conjuntura do Instituto de Economia da Unicamp, maio/ago., 2003.

BERGSTEN, F. *The IMF and Exchange Rates*. Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate. May 19. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004. Disponível em:www.iie.com (acessado em 31/05/2004).

BERGSTEN, F., WILLIAMSON, J. *Overview: Designing a Dollar Policy*. In BERGSTEN, F., WILLIAMSON, J (eds.). Dollar Adjustment: How far? Against what? Washington, DC: Institute for International Economics, 2004.

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

BIS.*74st Annual Report.* Basle: Bank of International Settlement, june, 2004a.

_____*Quartely Review*, Basle: Bank for International Settlements, june, 2004b.

_____*Quartely Review*, Basle: Bank for International Settlements, dec., 2003.

_____*72st Annual Report.* Basle: Bank of International Settlement, june, 2002.

BRAGA, J. C. S., CINTRA, M. A. M . Finanças Globalizadas e Capital Financeiro: exasperação sob comando americano. In FIORI, J.L. (org.) *O Poder Americano*. Petrópolis, Ed. Vozes, 2004.

BRESSER PEREIRA, L.C., NAKANO, Y. Crescimento econômico com poupança externa? *Revista de Economia Política*, Vol. 23, nº 2, Abr-Jun – 2003.

CARNEIRO, R. A política econômica da era FHC ao governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária. In: REIS VELLOSO, J. P (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*, v.24, n.2 (94), p. 163-182, jul./set., 2003.

CECON. *Boletim Política Econômica em Foco*, nº 4. Campinas, Instituto de Economia, 2004.

CEPAL *Growth with stability: financing for development in the new international context*. Santiago, Chile: Comissión para America Latina y Caribe, 2002.

_____ *Desarrollo Productivo en Economías Abiertas*, Santiago, Chile: Comissión para America Latina y Caribe, 2004.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M.. *Os limites da inserção internacional dos países em desenvolvimento no limiar do século XXI*, 2003, (Trabalho não publicado).

CORINE, H. e 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)

DAVIDSON, P. *The Future of International Financial System*. Conference on the Future of Economics, Cambridge University, September, 18, 2004.

DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDAU, D., GARBER, P. *An essay on the revived Bretton Woods System*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2003 **(**NBER Working Paper n. 9971).

_____*The Revived Bretton Woods System*: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper n. 10.332), 2004.

_____ *Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper n. 10.626), 2004b.

_____ *The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper n. 10.727), 2004c.

(The) ECONOMIST (2004). *The Hungry dragon, feb 19th*.

_____ *And the caravan moves on: financial markets are in a forgiving mood* (Coluna: The dogs bark), 2 de dezembro de 2003 (Economist.com)

EICHENGREEN, B. Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. NBER Working Papers 10.497. Washington, DC: National Bureau of Economic Research, 2004.

EPSTEIN, G; GRABEL; I; JOMO, K. S. Capital management techiniques for development countries in the 90s: seven success stories and lessons for the future. Disponível em: http://www.networkideas.org, 2003.

FUNCEX. *Boletim de Comércio Exterior*, Ano IX, n. 1, Rio de Janeiro, 2005.

_____*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? III Annual Latin American CREDPR, 2002. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/index.html.

GARCIA, M.G.P., DIDIER, T. *Very High Interest Rates in Brazil and the Cousin Risks*: Brazil during the Real Plan, 2001. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/index.html.

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

GIAMBIAGI, F., MOREIRA, M (orgs.). *A Economia Brasileira nos Anos 90.* Rio de Janeiro: BNDES, 1999. Disponível em: www.bndes.gov.br.

IEDI. *O comércio exterior brasileiro no 1º semestre de 2004*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, ago., 2004.

IFF. *Capital flows to emerging market economies*. Washington D.C.: Institute of International Finance, jan., 2004.

_____ *Regional Overview: Asia.* Washington, DC: Institute of International Finance, 2004b.

_____ *Capital flows to emerging market economies*. Washington D.C.: Institute of International Finance, jan., 2005.

IMF. *World Economic Outlook*, october. Washington: International Monetary Fund, 2001.

_____*World Economic Outlook*, october. Washington: International Monetary Fund, 2002

_____*Global Financial Stability Report*, march. Washington: International Monetary Fund, 2003.

_____Global financial Stability. Washington D.C.: International Monetary Fund, june, 2003b.

_____*Financial Market Up Date*, june. Washington: International Monetary Fund, 2004.

_____ *World Economic Outlook*, october. Washington: International Monetary Fund, 2004b.

IPEA. *Boletim de Conjuntura* nº 68, março – "Setor Externo". Brasília: Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas, 2005. (www.ipea.gov.br)

MATHIESON, D. J; SCHINASI, G. *International Capital Markets: developments, prospects and key policy issues.* Washington D.C.: International Monetary Fund, July, 2001

NASSIF, A., PUGA, F. P. *Estrutura e competitividade da industria brasileira*: o que mudou? Rio de Janeiro: Bndes, 2004. Revista do BNDES, 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*, 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: Editora Autêntica, 2003.

PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S., KOSE, M. A.. *Effects of Financial Globalization on Developing Countries*: Some Empirical Evidence, 2003.

ROUBINI, N., BRAD SETSER, B. *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon?* The Risk of a Hard Landing in 2005-2006, New York University, fev 2005 (capturado em fevereiro de 2005 no site: http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/)

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.

UNCTAD. *World Investment Report*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 2003.

_____ *Trade and Development Report.* United Nations Conference on Trade and Development, 2004.

WILLIAMSON, J. Is Brazil Next? *International Economics Policy Briefs*, august. Washington, DC: Institute for International Economics, 2002.

WORLD BANK. *AEP Regional Overview*, april. Washington: World Bank, 2004.