

Capítulo

11

O Setor Externo

11.1 Introdução

Atualmente, pelo menos do ponto de vista econômico, o mundo se apresenta crescentemente interligado, seja por fluxos comerciais, seja por fluxos financeiros. De modo geral, as relações econômicas internacionais têm posição fundamental para a maioria dos países, inclusive o Brasil. A partir dessa constatação, desenvolveu-se o estudo da chamada “Economia Internacional”, como um ramo específico da teoria econômica.

Costuma-se dividir as questões teóricas da Economia Internacional em dois grandes blocos: os aspectos microeconômicos, ou a teoria do comércio internacional, que procura justificar os benefícios para cada país advindos desse comércio; e os aspectos macroeconômicos, relativos à taxa de câmbio e ao balanço de pagamentos, que trataremos nos itens seguintes.

11.2 Fundamentos do comércio internacional: a teoria das vantagens comparativas

O que leva os países a comercializar entre si? Essa é a questão básica a ser respondida. Muitas explicações podem ser levantadas, como a diversidade de condições de produção, ou a possibilidade de redução de custos (a obtenção de economias de escala) na produção de determinado bem vendido para um mercado global. Os economistas clássicos forneceram a explicação teórica básica para o comércio internacional com o chamado **princípio das vantagens comparativas**.

Esse princípio sugere que cada país deva se especializar na produção da mercadoria em que é relativamente mais eficiente (ou que tenha um custo relativamente menor). Essa será, portanto, a mercadoria a ser exportada. Por outro lado, esse mesmo país deverá importar bens cuja produção implicar um custo relativamente maior (cuja produção é relativamente menos eficiente). Desse modo, explica-se a especialização dos países na produção de bens diferentes, a partir da qual concretiza-se o processo de troca entre eles.

A teoria das vantagens comparativas foi formulada por David Ricardo em 1817. No exemplo construído por esse autor, existem dois países (Inglaterra e Portugal), dois produtos (tecidos e vinho) e apenas um fator de produção (mão de obra).

A partir da utilização do fator trabalho, obtém-se a produção dos bens mencionados, conforme Tabela 11.1.

Tabela 11.1 Quantidade de homens/hora para a produção de uma unidade de mercadoria

Produto

Tecidos

Vinho

País

Inglaterra

120

Portugal

90

80

Em termos absolutos, Portugal é mais produtivo na produção de ambas as mercadorias. No entanto, em termos relativos, o custo de produção de tecidos em Portugal é maior que o da produção de vinho; e, na Inglaterra, o custo da produção de vinho é maior que o da produção de tecidos. Comparativamente, Portugal tem vantagem relativa na produção de vinho, e a Inglaterra, na produção de tecidos. Segundo Ricardo, os dois países obterão benefícios ao se especializarem na produção da mercadoria em que possuem vantagem comparativa, exportando-a, e importando o outro bem. Não importa, aqui, o fato de que um país possa ter vantagem absoluta em ambas as linhas de produção, como é o caso de Portugal, nesse exemplo.

Os benefícios da especialização e do comércio podem ser observados ao se comparar a situação sem e com comércio internacional.

Sem comércio internacional, na Inglaterra são necessárias 100 horas de trabalho para a produção de 1 unidade de tecido e 120 horas para a produção de 1 unidade de vinho. Desse modo, 1 unidade de vinho deve custar 1,2 unidade de tecido (120/100). Por outro lado, em Portugal, essa unidade de vinho custará 0,89 unidade de tecido (80/90). Se houver comércio entre os países, a Inglaterra poderá importar 1 unidade de vinho por um preço inferior a 1,2 unidade de tecido, e Portugal poderá comprar mais que 0,89 unidade de tecido vendendo seu vinho.

Assim, por exemplo, se a relação de troca entre o vinho e o tecido for de 1 para 1, ambos os países sairão beneficiados. A Inglaterra, produzindo autonomamente, gastará 120 horas de trabalho para obter 1 unidade de vinho; com o comércio com Portugal, poderá utilizar apenas 100 horas de trabalho, produzir 1 unidade de tecido e trocá-la por 1 unidade de vinho, poupando, portanto, 20 horas de trabalho, que poderiam ser utilizadas produzindo mais tecidos (obtendo, assim, maior nível de consumo). O mesmo raciocínio vale para Portugal: em vez de gastar 90 horas produzindo 1 unidade de tecido, poderia usar apenas 80 produzindo 1 unidade de vinho e trocá-la no mercado internacional por 1 unidade de tecido, também economizando 10 horas de trabalho.

Desse modo, a Inglaterra deverá se especializar na produção de tecidos, exportando-os e importando vinho de Portugal, que se especializou em tal produção e passou a importar tecidos. Conclui-se, portanto, que dada certa quantidade de recursos, um país poderá obter ganhos com o comércio internacional, produzindo aqueles bens que gerarem comparativamente mais vantagens relativas.

A teoria desenvolvida por Ricardo fornece uma explicação para os movimentos de mercadorias no comércio internacional, a partir da oferta ou dos custos de produção existentes nesses países. Logo, os países exportarão e se especializarão na produção dos bens cujo custo for comparativamente menor em relação àqueles existentes, para os mesmos bens, nos demais países exportadores.

Uma limitação da teoria das vantagens comparativas é que é relativamente estática,

não levando em consideração a evolução das estruturas da oferta e da demanda, bem como das relações de preços entre produtos negociados no mercado internacional, à medida que as economias se desenvolvem e seu nível de renda cresce. Utilizando o exemplo anterior, à medida que crescessem o nível de renda e o volume do comércio internacional, a demanda por tecidos cresceria mais que proporcionalmente à demanda por vinho, e ocorreria uma tendência à deterioração da relação de trocas entre Portugal e Inglaterra, favorecendo esse último país.

Como vimos no Capítulo 4, no item 4.6.4, essa é uma crítica desenvolvida pelos economistas de visão estruturalista ou cepalina.^[1] Segundo essa corrente, os produtos manufaturados apresentam elasticidade-renda da demanda maior que um, e os produtos primários, menor que um, significando que o crescimento da renda mundial provocaria um aumento relativamente maior no comércio de manufaturados, acarretando uma tendência crônica ao déficit no balanço de pagamentos dos países exportadores de produtos básicos ou primários (justamente os países periféricos ou em via de desenvolvimento).

11.3 Determinação da taxa de câmbio

11.3.1 Conceito

Quando dois países mantêm relações econômicas entre si, entram necessariamente em jogo duas moedas, exigindo que se fixe a relação de troca entre ambas. A **taxa de câmbio** é a medida de conversão da moeda nacional em moeda de outros países. Pode, também, ser definida como o preço da moeda estrangeira (divisa) em termos da moeda nacional. Assim, 1 dólar pode custar 2,30 reais, 1 libra pode custar 3,10 reais.

A determinação da taxa de câmbio pode ocorrer de dois modos: institucionalmente, pela decisão das autoridades econômicas com a fixação periódica das taxas (**taxas fixas de câmbio**), ou pelo funcionamento do mercado, no qual as taxas flutuam automaticamente em decorrência das pressões de oferta e demanda de divisas estrangeiras (**taxas flutuantes ou flexíveis**).

A **demanda de divisas** é constituída pelos importadores, que precisam delas para pagar suas compras no exterior, uma vez que a moeda nacional não é aceita fora do país, e também pela saída de capitais financeiros, pagamentos de juros, remessas de lucros, saída de turistas.

A **oferta de divisas** é realizada tanto pelos exportadores, que recebem moeda estrangeira em contrapartida a suas vendas, como pela entrada de capitais financeiros internacionais, turistas etc. Como a divisa não pode ser utilizada internamente, precisa ser convertida em moeda nacional.

Uma taxa de câmbio elevada significa que o preço da divisa estrangeira está alto, ou que a moeda nacional está desvalorizada. Assim, a expressão **desvalorização cambial ou depreciação cambial** indica que houve um aumento da taxa de câmbio – maior número de reais por unidade de moeda estrangeira. A moeda nacional é desvalorizada, e o dólar, por exemplo, valorizado. Por sua vez, **valorização cambial ou apreciação cambial** significa moeda nacional mais forte, isto é, pagam-se menos reais por dólar, por exemplo, e tem-se, em consequência, uma queda na taxa de câmbio. Nesse caso, a moeda nacional foi valorizada, e o dólar desvalorizado. Na literatura internacional, utilizam-se mais os termos apreciação e depreciação cambial, em vez de valorização e desvalorização.

A taxa de câmbio está intimamente relacionada com os preços dos produtos

exportados e importados e, conseqüentemente, com o resultado da balança comercial do país. Se a taxa de câmbio se encontrar em patamares elevados, estimulará as exportações, pois os exportadores passarão a receber mais reais pela mesma quantidade de divisas derivadas da exportação; em consequência, haverá maior oferta de divisas. Por exemplo, suponhamos uma taxa de câmbio de 2 reais por dólar, e que o exportador vendia 1.000 unidades de seu produto a 50 dólares cada. Seu faturamento era de 50.000 dólares, ou 100.000 reais. Se o câmbio for desvalorizado em 10%, a taxa de câmbio subirá para 2,20 reais por dólar e, vendendo as mesmas 1.000 unidades, receberá os mesmos 50.000 dólares, só que valendo agora 110.000 reais. Isso estimulará o exportador a vender mais, aumentando a oferta de divisas.

Do lado das importações, a situação se inverte, pois se os preços dos produtos importados se elevam, em moeda nacional (os importadores pagarão mais reais pelos mesmos dólares pagos antes nas importações), haverá um desestímulo às importações e, conseqüentemente, uma queda na demanda por divisas.

Uma taxa de câmbio sobrevalorizada (isto é, a moeda nacional encontra-se valorizada) surte efeito contrário tanto nas exportações como nas importações. Há um desestímulo às exportações e um estímulo às importações.

11.3.2 Taxa de câmbio e inflação

Para analisar as relações entre câmbio e inflação, inicialmente veremos como a política cambial afeta as taxas de inflação, e depois inverteremos a questão, isto é, como a taxa de inflação afeta o câmbio.

Valorização Cambial e Inflação

Com uma valorização (apreciação) cambial, a moeda nacional (real) fica mais forte relativamente às moedas estrangeiras. Os brasileiros passam a importar mais e aumenta a competição do produto importado com os produtos nacionais. Os empresários brasileiros são desestimulados a elevar o preço de seus produtos e obrigados a manter os preços em níveis competitivos. Ou seja, a valorização cambial permite “ancorar” os preços internos e reduzir a taxa de inflação (daí deriva o termo âncora cambial).

A partir de 1994, no Plano Real, a valorização cambial foi um instrumento bem-sucedido no sentido de controlar a inflação, que vinha apresentando dois dígitos mensais. Outro efeito positivo dessa política foi a elevação dos índices de produtividade, devido à modernização do parque produtivo nacional proporcionado pelas importações de bens de capital, o que levou à redução de custos de produção e, conseqüentemente, dos preços, beneficiando os consumidores (produtos de melhor qualidade a preços relativamente mais baixos).

Contudo, a política de valorização cambial pode apresentar (como ocorreu no Brasil) algumas desvantagens. Os setores nacionais que estiverem despreparados para a competição externa podem sofrer grande queda em suas vendas, com o conseqüente aumento do desemprego nesses setores. Os exportadores também são prejudicados, porque, com a moeda nacional valorizada, nossos produtos ficam relativamente mais caros para o comprador estrangeiro. Com importações tendendo a crescer mais que as exportações, pode ocorrer um déficit na balança comercial, com a conseqüente saída de divisas do país. Para manter suas reservas cambiais, o país se vê na contingência de buscar recursos no exterior, aumentando sua dependência ou vulnerabilidade externa.^[2]

Desvalorização Cambial e Inflação

A desvalorização cambial tem efeito contrário ao descrito anteriormente: os produtos importados ficam mais caros, em termos de reais. Evidentemente, diminuirão as importações de muitos produtos, mas os produtos essenciais, como petróleo, trigo, que o Brasil importa muito, terão seu preço aumentado (em reais, não em dólar), provocando aumento dos custos de produção, que serão repassados aos preços dos produtos finais, gerando inflação – a chamada inflação de custos.

O efeito da desvalorização cambial sobre a taxa de inflação é denominado *pass-through* ou **repasso cambial**.

Efeito da Elevação da Inflação Interna sobre a Taxa de Câmbio

Uma elevação da taxa de inflação pode levar a um verdadeiro círculo vicioso. O aumento da inflação interna em relação à externa, isto é, da relação entre preços internos e preços externos, encarece os produtos nacionais relativamente aos estrangeiros, piorando o saldo comercial do país com o resto do mundo. Para recuperar as exportações e inibir as importações, o governo desvaloriza o câmbio nominal. Embora desestimule, no geral, a compra de produtos importados, alguns produtos essenciais, como petróleo, não terão sua importação diminuída, mas apenas elevação de seu preço, em moeda nacional. Isso provocará elevação dos custos de produção, que serão repassados aos preços finais, e tem-se, então, caracterizada uma inflação de custos. A relação entre preços internos e preços externos se eleva novamente, e o círculo vicioso continua.

Valorização Real e Valorização Nominal do Câmbio

A valorização real é igual à valorização nominal, menos a taxa de inflação do período. Assim, se a taxa de câmbio variar 20% no mês, mas a inflação alcançar também 20%, teremos apenas uma desvalorização nominal (de 20%), mas não desvalorização real. Nesse caso, se o objetivo da política econômica é melhorar o saldo da balança comercial, aumentando a competitividade das exportações, e inibir a compra de produtos importados, o efeito seria nulo: o estímulo representado pela desvalorização nominal foi anulado pelo aumento dos preços internos. Só ocorrerá desvalorização real se a desvalorização nominal superar a taxa de inflação.

Rigorosamente, para que ocorra a desvalorização real, não basta a desvalorização nominal superar a taxa de inflação interna. É necessário também que a inflação interna seja superior à inflação internacional (externa). Por exemplo, uma desvalorização do euro (moeda adotada em quase todos os países da Comunidade Econômica Europeia), independente da política cambial brasileira, diminui a competitividade de nossos produtos *vis-à-vis* os produtos europeus.

Portanto, para avaliar a competitividade dos produtos brasileiros no comércio exterior, o conceito relevante é o de câmbio real, não o nominal.

11.4 Políticas externas

A atuação do governo na área externa pode ocorrer por meio da política cambial ou da política comercial. A política cambial diz respeito a alterações na taxa de câmbio, enquanto a política comercial constitui-se de mecanismos que interferem no fluxo de mercadorias e serviços.

11.4.1 Política cambial

As políticas cambiais dependem do tipo de regime cambial adotado pelo país, como veremos a seguir.

Regime de Taxas Fixas de Câmbio

O Banco Central fixa antecipadamente a taxa de câmbio com a qual o mercado deve operar. Pelas regras fixadas pelo sistema financeiro internacional, se um país fixa sua taxa de câmbio, ele se obriga a disponibilizar as reservas para o mercado quando requisitadas (seja pelos exportadores, turistas ou saídas de capital financeiro).

O regime de câmbio fixo foi adotado por países com elevadas taxas de inflação (Argentina, Brasil) principalmente nos anos 1980 e 1990, uma vez que, fixado o valor da moeda estrangeira, em termos da moeda do país, o preço dos produtos importados não se eleva com as variações cambiais. Evidentemente que os produtos estrangeiros (por exemplo, o petróleo) podem se elevar no exterior (em dólares), o que certamente impactará os preços dos países importadores, mas isso não está relacionado com o regime cambial desses países.

A principal desvantagem do regime de câmbio fixo deriva do fato de que, como o país que adota esse regime é obrigado, pelas regras internacionais, a disponibilizar suas reservas cambiais, estas ficam mais vulneráveis a elevações na demanda por moeda estrangeira, que pode ser ocasionada por ataques especulativos, pagamentos elevados de dívidas externas (públicas e privadas). Quando esses ataques ocorrem, o país, se mantiver o regime de câmbio fixo, vê-se obrigado a manter elevadas taxas de juros, para evitar a saída de reservas, atraindo capital financeiro internacional e desestimulando aplicações de residentes do país em moeda estrangeira. Ou seja, a política monetária fica completamente amarrada à questão cambial, em vez de ser direcionada a outros objetivos de política econômica (por exemplo, uma redução da taxa de juros para estimular o crescimento e o emprego). Isso explica por que houve a grande elevação das taxas de juros no Brasil após a crise asiática de 1997, quando a taxa de juros nominal chegou a atingir os 45% anuais, a maior taxa do mundo (e ainda hoje uma das maiores do mundo).

Dentro do regime de câmbio fixo, tem-se o **sistema de bandas cambiais**. O Banco Central fixa os limites superior e inferior (uma banda) dentro dos quais a taxa de câmbio pode flutuar. É considerado câmbio fixo, pois o limite de variação da taxa de câmbio é fixado. Nesse caso, o Banco Central é obrigado a disponibilizar suas reservas cambiais, quando requeridas.

Regime de Taxas Flutuantes ou Flexíveis de Câmbio

A taxa de câmbio é determinada pelo mercado de divisas, ou seja, pela oferta e demanda de moeda estrangeira. Diferentemente do sistema de câmbio fixo, o Banco Central não é obrigado a disponibilizar suas reservas cambiais.

A grande vantagem do regime de câmbio flutuante é justamente a defesa das reservas cambiais: o mercado fixa a taxa de câmbio que desejar, pelo movimento da oferta e da demanda de divisas, e o Banco Central não se obriga a mexer em suas reservas. Com isso, as autoridades podem direcionar os instrumentos de política monetária, principalmente a taxa de juros, para outros objetivos, como estimular o nível de atividades e do emprego. O principal problema desse sistema é que a taxa de câmbio pode tornar-se muito volátil, sujeita às alterações do mercado financeiro nacional e internacional, inclusive especulativas. Podem ocorrer rapidamente grandes desvalorizações cambiais, que elevam os preços dos produtos importados, e consequentemente impactando a taxa de inflação do

país.

Na verdade, mesmo dentro do regime de câmbio flutuante, o Banco Central interfere indiretamente na determinação da taxa de câmbio, por meio da compra e venda de divisas no mercado, mantendo-a dentro de níveis que julga adequados, dependendo dos objetivos gerais de política econômica. Por exemplo, se as autoridades econômicas julgarem que a taxa de câmbio está muito elevada e pressionando as taxas de inflação, o Banco Central injeta dólares no mercado (aumenta a oferta de dólares, diminuindo sua cotação); se considerarem que a taxa está muito baixa, e o objetivo for estimular as exportações, o Banco Central compra dólares no mercado, elevando sua cotação. Esse fato é chamado de **flutuação suja**, ou *dirty floating*, e é o regime cambial adotado pela maioria dos países.

O Quadro 11.1 sintetiza as principais diferenças entre os regimes de câmbio fixo e câmbio flutuante.

Quadro 11.1 Regimes cambiais

Câmbio Fixo

Câmbio Flutuante (Flexível)

Características

- Banco Central fixa a taxa de câmbio.
- Banco Central é obrigado a disponibilizar as reservas cambiais.
- O mercado (oferta e demanda de divisas) determina a taxa de câmbio.
- Banco Central não é obrigado a disponibilizar as reservas cambiais.

Vantagens

- Maior controle da inflação (custos das importações estáveis).
- Política monetária mais independente do câmbio.
- Reservas cambiais mais protegidas de ataques especulativos.

Desvantagens

- Reservas cambiais vulneráveis a ataques especulativos.
- A política monetária (taxa de juros) fica dependente do volume de reservas cambiais.
- A taxa de câmbio fica muito dependente da volatilidade do mercado financeiro

nacional e internacional.

■ **Maior dificuldade de controle das pressões inflacionárias**, devido às desvalorizações cambiais (*pass-through*).

11.4.2 Política comercial

Entre as políticas comerciais externas, podemos destacar as seguintes:

■ **alterações das tarifas sobre importações:** se a política adotada visar proteger a produção interna, como no processo de substituição de importações adotado pela maior parte dos países em desenvolvimento até os anos 1970, isso normalmente é feito com a elevação do imposto de importação e de outros tributos e taxas sobre os produtos importados. No caso oposto, com a abertura comercial, ou liberalização das importações, as tarifas sobre produtos importados são diminuídas;

■ **regulamentação do comércio exterior:** entraves burocráticos que dificultam as transações com o exterior, bem como o estabelecimento de cotas ou proibições às importações de determinados produtos, representam barreiras qualitativas às importações.

As políticas comerciais estão sujeitas às normas estabelecidas pela Organização Mundial do Comércio (OMC), órgão que substituiu o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT – General Agreement on Tariffs and Trade). A função desse órgão é tentar coibir políticas protecionistas e práticas de *dumping*, ou seja, que um país venda a preços de mercado inferiores a seus custos de produção, que é uma forma de aumentar a participação nos mercados mundiais.^[3]

11.5 Fatores determinantes do comportamento das exportações e importações

Para compreender melhor os meios de atuação da política econômica, é interessante conhecer os fatores que mais influenciam as exportações e as importações.

11.5.1 Exportações

Por simplificação, consideraremos como moeda estrangeira o dólar. Isso posto, as exportações agregadas são influenciadas, *coeteris paribus*, pelas seguintes variáveis:

■ **preços externos em dólares:** se os preços dos produtos brasileiros se elevarem no exterior, as exportações nacionais deverão se elevar;

■ **preços internos em reais:** uma elevação dos preços internos de produtos exportáveis pode desestimular as exportações e incentivar a venda no mercado interno;

■ **taxa de câmbio (reais por dólares):** um aumento da taxa de câmbio (isto é, uma desvalorização cambial) deve estimular as exportações, seja porque os exportadores brasileiros receberão mais reais pelos mesmos dólares anteriores, seja porque os compradores externos, com os mesmos dólares anteriores, poderão comprar mais produtos do Brasil;

■ **renda mundial:** um aumento da renda mundial certamente estimulará o comércio internacional e, em consequência, as exportações brasileiras;

■ **subsídios e incentivos às exportações:** subsídios e incentivos às exportações, sejam de ordem fiscal (isenções de impostos), sejam de ordem financeira (taxas de juros subsidiadas, disponibilidade de financiamentos), sempre representam um fator de estímulo às exportações.

11.5.2 Importações

Os principais fatores determinantes do comportamento das importações agregadas são os seguintes:

■ **preços externos em dólares:** se os preços dos produtos importados se elevarem no exterior em dólares, haverá uma retração das importações brasileiras;

■ **preços internos em reais:** um aumento dos preços dos produtos produzidos internamente incentivará a compra dos similares no mercado externo, elevando as importações;

■ **taxa de câmbio (reais por dólares):** uma elevação da taxa de câmbio (desvalorização cambial) acarretará maior despesa aos importadores, pois pagarão mais reais pelos mesmos produtos antes importados, os quais, embora mantenham seus preços em dólares, exigirão mais moeda nacional (real) por dólar;

■ **renda e produto nacional:** enquanto as exportações são mais afetadas pelo que ocorre com a renda mundial, as importações estão mais relacionadas à renda nacional. Um aumento da produção e da renda nacional significa que o país está crescendo e que demandará mais produtos importados, seja na forma de matérias-primas, bens de capital, sejam bens de consumo;

■ **tarifas e barreiras às importações:** a imposição de barreiras quantitativas (elevação das tarifas sobre importações) ou qualitativas (proibição da importação de certos produtos, estabelecimento de cotas ou entraves burocráticos) ocasiona uma inibição nas compras de produtos importados.

A partir das informações disponíveis sobre essas variáveis, torna-se possível estabelecer relações estatísticas que permitem avaliar o efeito de cada uma delas sobre o comportamento das exportações e das importações, direcionando as decisões da política econômica em relação ao setor externo da economia.

11.6 A estrutura do balanço de pagamentos

O balanço de pagamentos é o registro estatístico-contábil de todas as transações econômicas realizadas entre os residentes de um país com os residentes dos demais países.

Desse modo, estão registradas no balanço de pagamentos, por exemplo, todas as exportações e importações do período considerado: os fretes, os seguros, os empréstimos obtidos no exterior. Ou seja, todas as transações com mercadorias, serviços e capitais físicos e financeiros entre o país e o resto do mundo.

A contabilidade dessas transações segue as normas gerais de contabilidade geral, utilizando-se o método das partidas dobradas. Todavia, no caso das transações externas, não existe propriamente uma conta Caixa, e, para contornar tal situação, usa-se uma conta denominada Variação de Reservas (antes denominada Haveres e Obrigações no Exterior – HOE). O processo é o mesmo da contabilidade privada: quando há ingresso de dinheiro na empresa debita-se na conta Caixa. Na contabilização do balanço de pagamentos, quando isso acontece, debita-se na conta Variação de Reservas. Quando há saída de dinheiro, credita-se em Variação de Reservas.

Exemplos:

Exportações à vista:

C – Exportações

D – Variação de Reservas

Fretes pagos:

C – Variação de Reservas

D – Fretes

A conta Variação de Reservas apresenta três tipos de transações:

■ **divisas** (moedas estrangeiras);

■ **ouro monetário** (no comércio internacional, é aceito como meio de pagamento);

■ **direitos especiais de saque (DES)** (uma espécie de “cheque especial” que os países têm no FMI, cujo limite varia inversamente com a renda *per capita* e a participação no comércio internacional).

É oportuno salientar que as contas do balanço de pagamentos referem-se apenas ao **fluxo em dado ano**, e não indicam o total de endividamento externo e de reservas intermediárias do país (que são estoques). Entretanto, é possível saber a variação da dívida externa, que pode ser obtida pela diferença entre a entrada de empréstimos e financiamentos, e os pagamentos efetuados (amortizações e liquidação de atrasados comerciais). A variação das reservas internacionais, que são as divisas estrangeiras, ouro e DES que estão em poder do Banco Central ou depositados no FMI, é dada pela conta Variação de Reservas.

O balanço de pagamentos apresenta as seguintes subdivisões:

■ **balança comercial:** essa conta compreende basicamente o comércio de mercadorias. Se as exportações FOB (*free on board*, isto é, isentas de fretes e seguros) excedem as importações FOB, tem-se um superávit no balanço de comércio; caso contrário, há um déficit;

■ **balanço de serviços e rendas:** registram-se todos os serviços e rendas pagos e/ou recebidos pelo Brasil, tais como: fretes, seguros, lucros, juros, *royalties* e assistência técnica, viagens internacionais. Os serviços que representam remuneração a fatores de produção externos (juros, lucros, *royalties* e assistência técnica) são chamados de serviços de fatores, e é a própria renda líquida do exterior (diferença entre o PIB e o PNB). Os serviços de não fatores correspondem aos itens do balanço de serviços que se referem a pagamentos às empresas estrangeiras pela prestação de serviços de fretes, seguros, transporte, viagens;

■ **transferências unilaterais correntes:** também conhecidas como conta de donativos, registram as doações interpaíses. Os donativos podem ser em divisas (como os que os decaasséguis enviam do Japão ao Brasil) ou em mercadorias;

■ **balanço de transações correntes:** o somatório dos balanços comercial, de serviços e de transferências unilaterais resulta no **saldo em conta corrente** e/ou balanço de transações correntes. Se o saldo do balanço de transações correntes for negativo, tem-se uma poupança externa positiva, pois indica que o país aumentou seu endividamento externo, em termos financeiros, mas absorveu bens e serviços em termos reais do exterior. Se o balanço de transações correntes for positivo, isso indica que o Brasil enviou mais bens e serviços para o exterior do que recebeu. Em termos reais, é uma poupança externa negativa;

■ **conta capital e financeira:** nessa conta aparecem as transações que produzem variações no ativo e no passivo externos do país e que, portanto, modificam sua posição devedora ou credora perante o resto do mundo. Essa conta era denominada anteriormente Movimento ou Balanço de Capitais. Aí são registradas:

a) as contrapartidas financeiras das exportações e importações de mercadorias e serviços, excetuadas as que se referem a transferências unilaterais;

b) as transações financeiras puras, ou seja, como ações e cota-parte do capital das

empresas, cotas de participação governamental em organismos internacionais, títulos de outros países, empréstimos em moeda.

Cabe uma observação sobre a rubrica Erros e Omissões. É a diferença entre o saldo do balanço de pagamentos e o financiamento do resultado, que surge quando se tenta compatibilizar transações físicas e financeiras e as várias fontes de informações (Banco Central, Departamento de Comércio Exterior, Receita Federal). Como o Banco Central tem maior controle sobre o item Financiamento do Resultado, supõe-se seu saldo correto, e joga-se a diferença entre esse item e a soma de transações correntes e a conta capital e financeira em Erros e Omissões. A regra internacional é admitir para Erros e Omissões um valor de, no máximo, 5% da soma das exportações com as importações.

Quadro 11.2 Balanço de pagamentos

A. Balança Comercial (Mercadorias)

■ Exportações FOB (crédito)

■ Importações FOB (débito)

B. Conta Serviços e Rendas

■ Rendas de capitais (juros, lucros, dividendos e lucros reinvestidos pelas multinacionais)

■ Transportes (fretes)

■ Seguros

■ Viagens internacionais (turismo)

■ Serviços diversos (*royalties*, assistência técnica)

■ Serviços governamentais (embaixadas)

C. Transferências Unilaterais Correntes (Donativos em Divisas ou Mercadorias)

D. Balanço de Transações Correntes ou Saldo em Conta Corrente (Resultado

Líquido de

A + B + C)

E. Conta Capital e Financeira

■ Investimentos diretos líquidos (novas firmas estrangeiras)

■ Reinvestimentos (multinacionais já instaladas no país)

■ Empréstimos e financiamentos (Banco Mundial, BID, bancos privados e oficiais estrangeiros)

■ Amortizações

■ Empréstimos de regularização (FMI)

■ Atrasados comerciais

■ Capitais de curto prazo

F. Erros e Omissões

G. Saldo do Balanço de Pagamentos (Resultado Líquido de D + E + F)

H. Variação de Reservas (=–G)

11.6.1 Exercício de fixação de conceitos

Dadas as seguintes informações sobre o balanço de pagamentos, em milhões de dólares:

Exportações FOB

100

Importações FOB

80

Empréstimos externos recebidos

20

Donativos recebidos em dólares

5

Remessa de lucros

8

Amortizações pagas

10

Juros pagos sobre a dívida externa

20

Investimentos Diretos Estrangeiros

30

pede-se:

a) o saldo da balança comercial (BC);

b) o saldo do balanço de transações correntes (BTC); e

c) o saldo do balanço de pagamentos (BP).

Respostas:

a) $BC = \text{Exportações} - \text{Importações} = 100 - 80 = 20$

b) $BTC = BC + \text{Serviços e Rendas} + \text{Transferências unilaterais correntes} = 20 (-8 - 20) + 5 = -3$

c) $BP = BTC + \text{Conta Capital e Financeira} = -3 (+20 - 10 + 30) = 37.$

No Apêndice, apresentamos um exercício completo, com os principais lançamentos contábeis com partidas dobradas.

11.7 O balanço de pagamentos no Brasil

Como já vimos neste capítulo, um déficit em conta corrente (isto é, no balanço de transações correntes) significa que o país absorveu poupanças externas no valor equivalente, em princípio, a esse déficit. Esse ingresso líquido de recursos reais permite ao país investir internamente, em termos reais, mais do que lhe seria possível se não fosse esse déficit. Reciprocamente, um superávit quer dizer que o país investiu liquidamente no exterior, durante o período, quantia equivalente de recursos.

Em suma, o déficit em conta corrente é a maneira que os países em desenvolvimento têm de captar poupança externa para manter seu nível interno de crescimento.

Historicamente, com raras exceções, a economia brasileira costuma apresentar uma balança comercial superavitária (exportações maiores que importações), mas um balanço de serviços e rendas deficitário, principalmente devido ao pagamento de juros da dívida externa, mas também devido à remessa de lucros e pagamentos de fretes, seguros e *royalties*. Mesmo que na maioria dos anos a balança comercial tenha apresentado saldos positivos, assim como as transferências unilaterais correntes, esses saldos têm sido superados em quase todos os anos pelo saldo negativo da conta serviços e rendas, o que torna o balanço de transações correntes negativo. Esse déficit em conta corrente tem sido financiado pela entrada líquida de capitais externos, tanto na forma de investimentos diretos como de capitais especulativos.

Como revela a Tabela 11.2, a seguir, o comportamento acima descrito não foi uma constante desde a implantação do Plano Real. Como será discutido detalhadamente no capítulo seguinte, um dos principais instrumentos do Plano Real, estabelecido em 1993/1994, foi a valorização do real, a chamada “âncora cambial”, que barateou o valor dos produtos importados e encareceu as exportações, em termos de reais. Embora muito bem-sucedido no seu objetivo principal, que era o controle da inflação, provocou um déficit na balança comercial no período 1995-2000 (lembrando mais uma vez: “em economia não há almoço grátis”).

Outra alteração no comportamento do balanço de pagamentos brasileiro ocorreu no período 2003 a 2007, com saldos positivos no balanço de transações correntes (superávit em conta-corrente) em decorrência tanto do grande aumento das exportações, como da entrada de capitais financeiros, derivados do aumento do comércio e da movimentação financeira mundial. A elevação das exportações deveu-se fundamentalmente às exportações de *commodities* (minérios, produtos agrícolas) para o sudeste da Ásia, enquanto a entrada de capitais financeiros está associada à elevada taxa de juros do país, uma das maiores do mundo. Como mostra a Tabela 11.2, nesse período, que coincidiu com um vigoroso crescimento da economia mundial, os saldos positivos da Balança Comercial e Transferências Unilaterais Correntes passam a superar o saldo negativo da Conta de

Serviços e Rendas, tornando o saldo em conta-corrente positivo.

Após a eclosão da crise internacional em 2008 – ver Leitura Complementar (1) –, o Brasil volta a apresentar déficits em conta corrente, atingindo mais de 80 bilhões de dólares em 2013. Embora contrabalançado em grande parte pela entrada de investimentos diretos estrangeiros, nos últimos anos esse déficit se deve principalmente à queda do saldo da balança comercial, provocado pelo grande aumento das importações, em relação às exportações.

Tabela 11.2 Balanço de Pagamentos do Brasil – 1990-2013

	BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL															
	Em US\$ bilhões															
	1990	1994	1995	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
BALANÇO COMERCIAL (1)	10,8	10,5	-3,5	-6,6	-1,2	-0,7	2,7	13,1	24,8	46,5	40,0	24,8	25,3	20,1	29,8	29,8
Exportações FOB(*)	31,4	43,6	46,5	51,1	48,0	55,1	58,2	60,4	73,1	137,8	160,6	197,9	153,0	201,9	256,0	256,0
Importações FOB(*)	-20,7	-33,1	-50	-57,7	-49,2	-55,8	-55,6	-47,3	-48,3	-91,4	-120,6	-173,1	-127,7	-181,8	-226,2	-226,2
SERVIÇOS e RENDAS (2)	-15,4	-14,7	-18,5	-28,3	-25,8	-25	-27,5	-23,1	-23,5	-37,1	-42,5	-57,3	-53,0	-70,3	-85,3	-85,3
Juros	-9,8	-6,4	-8,2	-11,4	-14,8	-16	-14,9	-1,2	-13,0	-11,3	-7,3	-7,2	-9,0	-9,6	-9,7	-9,7
Lucros e dividendos	-1,6	-2,5	-2,9	-6,9	-4,1	-3,6	-5,0	-5,2	-5,6	-16,4	-22,4	-33,9	-25,2	-30,4	-38,1	-38,1
Viagens internacionais	-0,1	-1,2	-2,4	-4,1	-1,4	-2,1	-1,5	-0,4	0,2	-1,5	-3,3	-5,2	-5,6	-10,5	-14,7	-14,7
Outros (<i>royalties</i> , fretes, etc.)	-3,9	-4,6	-5	-5,9	-5,5	-3,3	-6,1	-16,3	-4,7	-7,9	-9,5	-11	-13,2	-19,8	-22,8	-22,8
TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS CORRENTES (3)	0,8	2,4	3,6	1,5	1,7	1,5	1,6	2,4	2,9	4,3	4	4,2	3,3	2,9	3	3
BAL. TRANSAÇÕES CORRENTES (4) = (1) + (2) + (3)	-3,8	-1,8	-18,4	-33,4	-25,3	-24,2	-23,2	-7,6	4,2	13,6	1,6	-28,2	-24,3	-47,3	-52,5	-52,5
CONTA CAPITAL e FINANCEIRA (5)	4,6	8,7	29,1	29,7	17,3	19,3	27,1	8,0	5,1	17	89,1	29,4	71,3	99,9	112,4	112,4
Investimentos Diretos	0,4	1,5	3,3	26	26,9	30,5	24,7	14,1	9,9	-9,4	27,5	24,6	36,0	36,9	66,7	66,7
Investimentos em Carteira	0,5	50,6	9,2	18,5	3,9	7	-0,4	-5,4	5,2	9	47,7	0,8	50,1	62,9	35,3	35,3
Empréstimos/Financiam. (líquido)	3,7	-43,4	16,6	-14,8	-13,5	-18,2	2,8	-0,7	-10	17,4	13,9	4,0	-14,8	0,1	10,4	10,4
ERROS e OMISSÕES (6)	-0,3	0,3	2,2	-4,3	0,2	2,6	-0,5	-0,1	-0,8	-0,1	-0,3	1,8	-0,3	-3,5	-1,3	-1,3
BALANÇO DE PAGAMENTOS (7) = (4) + (5) + (6)	0,5	7,2	12,9	-8,0	-7,8	-2,3	3,3	0,3	8,5	30,6	87,5	3,0	46,7	49,1	58,6	58,6
RESERVAS	14,1	38,5	51,8	44,6	36,3	33	35,9	39,6	49,3	85,8	180,3	206,8	239,1	288,6	352,0	352,0
DÍVIDA EXTERNA BRUTA	123,4	148,3	159,3	241,6	241,5	236,2	226,1	227,7	235,4	199,4	240,5	262,9	277,6	351,9	404,1	404,1

(*)FOB: *Free on Board*

Fonte: Banco Central, www.bcb.gov.br, link "Economia e Finanças/Séries Temporais".

11.8 Organismos internacionais

Os períodos das duas grandes guerras mundiais, assim como os conturbados anos da Grande Depressão, que culminaram com a crise político-financeira dos anos 1930, provocaram enormes perturbações na economia de praticamente todos os países e, por conseguinte, nas relações econômicas internacionais. Já ao final da Segunda Guerra Mundial evidenciava-se a necessidade de mudanças no sistema de pagamentos internacionais.

Na Conferência de Bretton Woods, em 1944, surgiram propostas de remodelagem do Sistema Monetário Internacional, e, dentre elas, destacaram-se as do economista inglês

John Maynard Keynes. Dessa conferência nasceu um novo Sistema Monetário Internacional, que foi extremamente importante para o reflorescimento do comércio mundial e sobre o qual se baseou o crescimento econômico do pós-guerra.

Assim, o objetivo de criar um Sistema Monetário Internacional foi o de viabilizar as transações entre países, estabelecendo regras e convenções que regulassem as relações monetárias e financeiras e não gerassem entraves ao desenvolvimento mundial.

Nesse sentido, definiram-se o ativo (moeda) de reserva internacional, sua forma de controle, sua relação com as diferentes moedas nacionais (o regime cambial), os mecanismos de financiamento e ajustamento dos desequilíbrios dos balanços de pagamentos, o grau de movimentação dos capitais privados e o sistema de relações jurídicas, que vêm garantindo o funcionamento desse mecanismo internacional.

Dentro desse contexto, foram criados os três principais organismos econômicos internacionais do pós-guerra:

- o Fundo Monetário Internacional (FMI);
- o Banco Mundial;
- a Organização Mundial do Comércio (OMC).

11.8.1 Fundo Monetário Internacional (FMI)

O Fundo Monetário Internacional, que ainda hoje administra o Sistema Monetário Internacional, foi criado com o objetivo de:

a) evitar possíveis instabilidades cambiais e garantir a estabilidade financeira, eliminando práticas discriminatórias e restritivas aos pagamentos multilaterais. Nesse sentido, a estabilidade financeira interna e o combate à inflação nos países membros estão entre suas metas;

b) socorrer os países a ele associados quando da ocorrência de desequilíbrios transitórios em seus balanços de pagamentos. Se esses desequilíbrios ocorrerem, o FMI pode financiá-los com os chamados empréstimos compensatórios. Seus ativos eram constituídos inicialmente por reservas em ouro e em moedas nacionais dos países membros. Posteriormente, criou-se um novo ativo de reserva internacional, os direitos especiais de saque (DES).

11.8.2 Banco Mundial

O Banco Mundial, também conhecido por Bird (Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento), foi criado com o intuito de auxiliar a reconstrução dos países devastados pela guerra e, posteriormente, para promover o crescimento dos países em via de desenvolvimento.

O Banco Mundial tem seu capital subscrito pelos países credores na proporção de sua importância econômica. A partir desse capital, ele empresta a taxas reduzidas de juros a países menos desenvolvidos, com o intuito de promover projetos economicamente viáveis e relevantes para o desenvolvimento desses países (especialmente projetos de infraestrutura). Além disso, o Bird também funciona como avalista de empréstimos efetuados por capitais particulares para esses projetos.

11.8.3 Organização Mundial do Comércio (OMC)

Alguns anos depois da Conferência de Bretton Woods foi criado o GATT (General Agreement on Tariffs and Trade – Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio), cujo objetivo básico foi a busca da redução das restrições ao comércio internacional e a liberalização do

comércio multilateral.

Com o GATT, procurou-se estruturar um conjunto de regras e instituições que regulassem o comércio internacional e encaminhassem a resolução de conflitos entre os países. Nesse sentido, esse organismo estabeleceu como princípios básicos: a redução das barreiras comerciais, a não discriminação comercial entre os países, a compensação aos países prejudicados por aumentos nas tarifas alfandegárias e a arbitragem dos conflitos comerciais.

Desde sua criação, o GATT atuou especialmente por meio de sucessivas rodadas de negociações entre os países envolvidos no comércio internacional e conseguiu, no pós-guerra, reduzir as barreiras impostas a esse comércio. Com o acordo de Marrakesh, em abril de 1994, o GATT transformou-se na Organização Mundial do Comércio (OMC).

Leitura Complementar (1):

A crise financeira internacional de 2008

Origens

A crise internacional que ocorreu a partir de 2008, iniciada no mercado de hipotecas imobiliárias de alto risco nos Estados Unidos, desencadeou uma redução do crédito global, levando a perdas financeiras vultosas, à falência de grandes instituições financeiras e fundos de investimento e seguradoras, e a crises econômicas de vários países. Obrigou a uma intervenção conjunta dos principais bancos centrais dos Estados Unidos, Canadá e Europa. As consequências para a economia mundial foram uma retração do PIB e uma diminuição do consumo e dos investimentos, que perduram em muitos países, principalmente na Europa.

Essa crise apresentou muitos fatos e elementos paralelos para sua ocorrência. Resumidamente, podemos detectar três fatores básicos, os quais, agindo quase que paralelamente, levaram à debacle (ruína):

a) o grande aquecimento do mercado de hipotecas imobiliárias norte-americano, garantido por políticas governamentais de estímulo às classes de baixa renda (chamados empréstimo *NINJA* – *No Income, No Job, No Assets*);

b) desregulamentação do sistema financeiro paralelo (bancos de investimentos, fundos, corretoras), que permitiu a disseminação de uma sofisticada engenharia financeira por essas entidades, em que foram se sobrepondo títulos de alto risco (*subprime*) junto com títulos de baixo risco (*prime*), respaldados por avaliações positivas das agências de regulamentação de risco;

c) grande liquidez dos mercados financeiros norte-americano e mundial, provocada tanto pelo grande crescimento econômico – particularmente da China e dos países produtores de petróleo, cuja poupança foi aplicada em larga medida em títulos norte-americanos –, como também pela política monetária implementada nos Estados Unidos durante o período 2001-2004.

Quanto ao **primeiro fator**, aquecimento do mercado de hipotecas imobiliárias nos Estados Unidos, pode-se dizer que sua origem remota localiza-se na recuperação da crise de 1929 nos Estados Unidos, conhecida como *New Deal*. Para sair da recessão, foram criados estímulos econômicos em vários setores, inclusive o imobiliário. Com o governo como agente garantidor das hipotecas, aumentou-se o financiamento de casa própria, inclusive de casas populares. O mercado secundário de hipotecas imobiliárias aumentou vigorosamente durante as décadas seguintes, principalmente após o fim da Segunda Guerra Mundial, com

o grande aumento da renda média da população americana.

Assim, comprar um imóvel era um bom investimento, o que incentivou a procura de novas moradias. Com o preço do imóvel subindo, cresceu a demanda por novas hipotecas. Assim, dado esse verdadeiro “efeito riqueza”, a consequência foi o aumento do preço dos ativos, em especial imóveis e ações. Muitos americanos, com a expectativa de altos retornos em pouco tempo, começaram a hipotecar novamente seu imóvel (ou seja, refinanciá-lo), com o objetivo de tomar esse dinheiro e utilizá-lo para quitar dívidas, fazer compras ou mesmo (o mais comum) investir na construção de um novo imóvel, para vendê-lo no futuro e lucrar com a valorização.

Com a euforia no mercado americano, as companhias hipotecárias começaram a financiar clientes que não tinham casa própria, de baixa renda (empréstimo NINJA ou títulos *subprime* ou, ainda, títulos “tóxicos”). Trata-se de um processo financeiro denominado **securitização de recebíveis**,^[4] por meio da emissão de títulos que utilizam as hipotecas como garantia (colateral) e que, por sua vez, tinham o lastro em títulos públicos do governo federal e, portanto, virtualmente sem risco.

O crescimento da bolha imobiliária foi facilitado pela expansão, que vem desde os anos 1980, do chamado **sistema bancário paralelo**, constituído por bancos de investimento, fundos de *hedge*, seguradoras, e pela criação de novos instrumentos financeiros, derivativos^[5] e inovações na gestão de riscos.

Mais especificamente, o esquema funcionava da seguinte forma: bancos de Investimentos e outras entidades financeiras adquiriam créditos hipotecários que instituições especializadas nesses financiamentos tinham a receber. Para seu próprio financiamento, e para ganhar com a intermediação, os adquirentes usavam tais créditos como garantia de papéis conhecidos como CDOs (*Collateral Debt Obligations*), que vendiam a investidores, como fundos de pensão. Para a instituição que cedia o crédito, isso permitia novos financiamentos. Ao mesmo tempo, seguradoras ofereciam papéis (os *CDS – Credit Default Swap*)^[6] como forma de proteção contra a inadimplência dos devedores originais.

Aqui entra o **segundo fator** que levou à crise, qual seja, a desregulamentação financeira do sistema bancário paralelo. Bancos de investimento, fundos imobiliários, seguradoras não se submetiam à supervisão à qual os bancos comerciais se submetiam, na forma de controles de liquidez e alavancagem de capital, que limitava seu potencial de lucro, e outras restrições impostas principalmente por meio dos Acordos da Basileia.^[7]

Saliente-se que toda essa montagem foi respaldada pela avaliação positiva das agências de classificação de risco (Standard & Poor’s, Moody’s, Fitch) para as garantias originais, ou seja, para as hipotecas dos imóveis, em que se sustentavam os CDOs. Isso atraiu muitos fundos de pensões, que normalmente só investem em instituições com avaliação “triple A” (AAA) pelas agências de classificação de risco. Foram também atraídos para esse esquema investidores de Wall Street e bancos estrangeiros.

Dessa forma, os bancos e instituições financeiras, aproveitando-se dos vazios criados por uma regulação deficiente, lastreados pelas hipotecas, venderam o direito a cobrar (securitizaram) créditos imobiliários, de alto risco (**ativos “tóxicos”**), para terceiros, misturando-os, muitas vezes, com ativos financeiros de baixo nível de risco (**ativos “AAA”**). Essas operações levaram a uma excessiva tomada de risco por parte de todo o sistema financeiro norte-americano e mundial. Assim, houve um forte aumento da **alavancagem financeira**, ou seja, da proporção entre o valor das operações realizadas relativamente ao capital próprio das instituições responsáveis pelos papéis, numa posição

de risco superior ao seu patrimônio.

Observa-se que a avaliação do risco ficou como que “diluída” entre as várias instituições participantes do mercado. Os únicos que sabiam realmente do risco de crédito associado às hipotecas eram os emprestadores de primeira instância.

O **terceiro fator**, paralelo aos dois anteriores, que facilitou a montagem de toda essa engenharia financeira foi o excesso de liquidez nos mercados financeiros norte-americano e internacional, principalmente a partir de 2001. Por um lado, um elevado volume de recursos externos foi aplicado em títulos norte-americanos pelos países asiáticos (principalmente China), que apresentaram grande crescimento econômico, pelos países produtores de petróleo e pelo Japão. Apesar da baixa taxa de juros, os títulos norte-americanos são considerados os investimentos mais garantidos do mundo. Por outro lado, o excesso de liquidez deveu-se ainda à política monetária implementada nos Estados Unidos durante o período 2001-2004, na gestão de Allan Greenspan, presidente do Federal Reserve Bank (FED) na época. Após a crise do mercado acionário norte-americano em 2001, também conhecida como **crise das empresas pontocom**, Greenspan reduziu a taxa de juros para retomar o crescimento da economia norte-americana.

Somando-se a redução da taxa de juros nos Estados Unidos e o volume de aplicações estrangeiras em títulos do governo, a consequência direta foi uma enxurrada de capital nos Estados Unidos e no mundo, pressionando ainda mais as taxas de juros para baixo. Com juros baixos, os fundos de investimento que ofereciam retornos maiores tornaram-se atraentes para pequenos e médios investidores, e ao relaxamento na administração de risco.

Enfim, esses três fatores somados: aquecimento do mercado imobiliário norte-americano, frágil regulamentação financeira e grande liquidez internacional, agindo paralelamente, estão na origem da crise financeira em 2008.

Essa estrutura começa a ruir na base com a inadimplência dos adquirentes de imóveis financiados. Esse círculo “virtuoso” só se sustentaria se o preço dos imóveis continuasse a subir, se a taxa de juros continuasse baixa e os tomadores de empréstimos continuassem em seus empregos. No entanto, em 2006 os preços dos imóveis atingiram o seu máximo valor e a partir daí começaram a cair rapidamente. A oferta de imóveis começou a superar a demanda, gerando uma espiral decrescente no valor dos imóveis. A inadimplência, por sua vez, aumentou por causa dos juros, pois os contratos possuíam cláusulas de reajuste das taxas, geralmente a partir do segundo ou terceiro ano.

Quando os tomadores de empréstimos de baixa qualidade (NINJA) passaram a se tornar inadimplentes, não conseguindo pagar sua dívida inicial (a base da pirâmide), iniciou-se um processo de reação em cadeia de não recebimento por parte dos compradores dos títulos. Os fundos de investimento perceberam que seus ativos valiam menos do que informado anteriormente e tentaram se livrar desses papéis. Inclusive muitos clientes *prime*, de bom cadastro, principalmente de classe média, perderam suas residências hipotecadas.

O aumento da inadimplência fez com que o mercado passasse a ter medo de emprestar, gerando uma retração do crédito e, portanto, uma crise de liquidez. Foi o que acabou ocorrendo, com os grandes bancos e os fundos sofrendo enormes prejuízos. Investidores em CDOs queriam seu dinheiro de volta e compradores de CDSs não conseguiam receber das seguradoras os valores devidos.

O primeiro grande abalo de repercussão mundial foi a quase quebra do Bear Stearns, que acabou sendo incorporado pelo JP Morgan em março de 2008, contando com a ajuda do Federal Reserve, que concordou em assumir a maioria das perdas futuras ligadas

aos seus ativos podres (os *subprimes*). A seguradora AIG, que não honrava seus CDs, foi socorrida pelo Banco Goldman and Sachs, também com o apoio do Federal Reserve.

No entanto, o colapso definitivo ocorreu em 15 de setembro do mesmo ano, com a falência do Banco Lehman Brothers, que não recebeu qualquer ajuda governamental. Para muitos analistas, foi um grande erro do governo norte-americano, que teria subavaliado a extensão da crise.

Quando isso ocorreu, ninguém mais sabia que instituições possuíam grande exposição de *subprimes*. Por essa razão, o mercado interbancário congelou, e nenhuma instituição se arriscava a emprestar a outra no mercado interbancário, cuja função é justamente a de dar liquidez ao sistema financeiro para rolagem da dívida.

Estabeleceu-se o pânico geral nos Estados Unidos. Como os *subprimes* estavam disseminados pelos vários países que integram o sistema financeiro internacional, a crise se espalhou rapidamente por todo o sistema financeiro mundial.

Consequências

A quebra do Lehman Brothers contribuiu para que o mercado acordasse para os problemas gigantescos existentes em todo o sistema financeiro. Os governos tiveram que reagir agressivamente para conter o avanço e as consequências do colapso.

Os bancos centrais dos países que compõem o G8 passaram a injetar bilhões de dólares para salvar as principais instituições financeiras da falência e evitar, com isso, um risco sistêmico de proporções globais. O prejuízo aos cofres públicos foi de mais de três trilhões de dólares.

Em linhas gerais, podemos dividir as consequências da crise financeira em três etapas.

Primeira etapa (julho de 2007 a agosto de 2008): a crise ainda é predominantemente bancária, com redução gradual do crédito e desalavancagem dos bancos. Os países desenvolvidos entram em forte desaceleração do nível de produção.

Segunda etapa (entre setembro e outubro de 2008): estabelece-se uma crise sistêmica após a concordata do banco Lehman Brothers, causando danos às finanças de grandes países e enorme rombo fiscal no Reino Unido, na Espanha e na Irlanda. O congelamento do crédito interbancário (cuja principal função seria justamente a de evitar problemas de liquidez do sistema bancário) leva os Bancos Centrais e Tesouros a intervirem para evitar falências bancárias e de seguradoras. Ocorre o pânico na economia mundial, afetando bolsas e preços de *commodities*.

Terceira etapa (a partir de outubro de 2008): a crise chega aos países emergentes, mais em função da queda da demanda e, consequentemente, das importações dos países desenvolvidos. A crise tornou-se mais forte no início de 2009, provocando uma queda da renda mundial de 0,6%.

Inicia-se a coordenação de políticas macroeconômicas anticíclicas, para evitar uma recessão de grandes proporções na economia mundial. Diferentemente da crise de 1929, desta vez rapidamente chegou-se ao consenso de que o sistema bancário deveria ser socorrido, de sorte a se evitar uma depressão como a dos anos 1930.

O Brasil, por sua vez, também sentiu os efeitos da crise. Não se envolveu diretamente no mercado *subprime*, pois a taxa Selic, lastreada em títulos públicos federais de alta liquidez, fez com que o investidor não aplicasse no mercado internacional, pois o retorno aqui era melhor que o externo. Mas, como qualquer economia integrada no mercado mundial, a economia brasileira sentiu os efeitos da crise com maior intensidade a

partir de setembro de 2008. A restrição externa afetou o crescimento do PIB, que teve uma queda de -0,3% em 2009, levando o governo a anunciar diversas medidas para reverter o cenário recessivo.

Apesar de a crise ter sido forte, o Brasil apresentou uma taxa de recuperação rápida se comparado com as economias desenvolvidas. Vários fatores contribuíram para essa recuperação, como o crescimento do mercado interno, o sólido sistema financeiro e a rapidez das ações do governo, implementando políticas anticíclicas, tanto fiscais como monetárias. O Banco Central atuou de forma a prover liquidez ao sistema financeiro, por meio de iniciativas tais como a redução da taxa de juros Selic e a diminuição do nível de compulsório exigido pelo Banco Central aos bancos comerciais, elevando o crédito ao setor privado. Também foram utilizados estímulos fiscais para aumentar o consumo e a produção. Foram feitos cortes de impostos, principalmente o IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados), sobre automóveis e linha branca, garantindo o estímulo necessário ao setor real da economia e, portanto, um efeito menor no Brasil.

Leitura Complementar (2):

A valorização do real estaria provocando a desindustrialização da economia brasileira?

Com exceção do ano de 2002, quando o real chegou a quase quatro dólares, o Brasil vem apresentando há alguns anos uma taxa de câmbio em torno de R\$ 1,65 a R\$ 1,70, o que para muitos significa que o real estaria excessivamente valorizado. A valorização do real está sendo provocada principalmente pela maciça entrada de capitais financeiros do exterior, atraídos pelas altas taxas de juros do Brasil, relativamente às taxas de juros internacionais. Em parte, a valorização deve-se também à entrada de investimentos diretos de empresas multinacionais.

Para alguns economistas, liderados por Luiz Carlos Bresser Pereira, da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, e para as entidades ligadas ao setor industrial, a apreciação do real estaria provocando uma **desnacionalização e desindustrialização** da economia brasileira, fenômeno conhecido como “doença holandesa”. A “**doença holandesa**” (*dutch disease*) refere-se a um fenômeno que ocorreu na Holanda, país que a partir dos anos 1960 concentrou suas exportações principalmente no petróleo, com a descoberta de novos poços no Mar do Norte. Com a entrada de grande volume de dólares, o florim, moeda holandesa, valorizou-se bastante, o que elevou as compras de produtos importados. Isso causou uma redução e desnacionalização de grande parte da base industrial holandesa (ou seja, uma desindustrialização).

Entretanto, embora a maioria dos economistas concorde que realmente estaria ocorrendo um aumento do componente de insumos importados na produção industrial brasileira (ou seja, uma desnacionalização), eles consideram que isso seria consequência natural do processo de globalização. Consideram também que a queda da participação da indústria no período recente deve-se mais a fatores internos, como o aumento dos custos de produção, devidos à alta taxa de inflação, e ao aumento dos custos salariais, que reduziram a competitividade da indústria brasileira.

Para o governo, entretanto, tanto a queda da produção industrial como o baixo crescimento do produto nacional devem-se fundamentalmente à crise internacional provocada pela quebra do Lehman Brothers, a partir de 2008.



Apêndice:

Principais lançamentos contábeis do balanço de pagamentos

A seguir apresentamos as principais partidas envolvendo transações internacionais. O sinal (–) sempre indicará débitos (saída de divisas), enquanto o sinal (+) sempre significará créditos (entrada de divisas). Isso permitirá a verificação do resultado final de cada conta, sem a necessidade do lançamento num livro do tipo “Razão”.

1. O Brasil exporta 100 milhões de dólares, recebendo à vista:
Débito – Variação de Reservas: –100 milhões;
Crédito – Exportações: +100 milhões.
 2. O Brasil importa 50 milhões de dólares, pagando à vista:
Débito – Importações: –50 milhões;
Crédito – Variação de Reservas: +50 milhões.
 3. O Brasil recebe financiamento de 100 milhões de dólares, com a concessão de empréstimos vinculada à importação de equipamentos:
Débito – Importações: –100 milhões;
Crédito – Empréstimos e Financiamentos: +100 milhões.
 4. O Brasil recebe donativos de 50 milhões de dólares, em trigo:
Débito – Importações: –50 milhões;
Crédito – Transferências Unilaterais Correntes: +50 milhões.
 5. Empresa estrangeira traz 50 milhões em equipamentos:
Débito – Importações: –50 milhões;
Crédito – Investimentos Diretos: +50 milhões.
 6. O país amortiza 50 milhões de empréstimos em dinheiro:
Débito – Amortizações: –50 milhões;
Crédito – Variação de Reservas: +50 milhões.
 7. Se a amortização foi feita com exportação de café:
Débito – Amortizações: –50 milhões;
Crédito – Exportações: +50 milhões.
 8. Firma estrangeira faz reinvestimento no país de 5 milhões. No caso, para efeito de registro, são feitos dois lançamentos, como se o dinheiro tivesse saído e depois voltado:
Débito – Renda de Capitais: –5 milhões;
Crédito – Variação de Reservas: +5 milhões;
Débito – Variação de Reservas: –5 milhões;
Crédito – Reinvestimentos: +5 milhões.
- O resultado final dos dois lançamentos acima é:
Débito – Renda de Capitais: – 5 milhões;

- Crédito – Reinvestimentos: +5 milhões.
9. Uma amortização de 10 milhões de dólares não é paga no dia de seu vencimento:
Débitos – Amortizações: –10 milhões;
Créditos – Atrasados Comerciais: +10 milhões.
10. Um atrasado comercial de 5 milhões é pago em dinheiro:
Débito – Atrasados Comerciais: –5 milhões;
Crédito – Variação de Reservas: +5 milhões.
11. O Brasil paga 2 milhões de fretes:
Débito – Fretes: –2 milhões;
Créditos – Variação de Reservas: +2 milhões.
12. O Brasil recebe 7 milhões do FMI para regularizar o saldo negativo do balanço de pagamentos:
Débito – Empréstimos de Regularização: +7 milhões;
Crédito – Variação de Reservas: –7 milhões.
13. A Petrobras remete da filial do Equador 4 milhões como parcela de seu lucro da produção de petróleo naquele país:
Débito – Renda de Capitais: +4 milhões;
Crédito – Variação de Reservas: –4 milhões.
14. O Brasil paga 1 milhão ao exterior a título de *royalties*:
Débito – Serviços Diversos: –1 milhão;
Crédito – Variação de Reservas: +1 milhão.

Exercício

1. Numa economia, durante determinado ano, efetuaram-se as seguintes transações com o exterior (em dólares):

- Importação de mercadorias à vista: 350 milhões.
- Importação de equipamentos: 50 milhões, financiados no longo prazo.
- Ingressaram 20 milhões de dólares em equipamentos para firmas estrangeiras.
- Exportações à vista: 400 milhões.
- Pagamentos de fretes, à vista, no valor de 50 milhões.
- Remessas ao exterior: lucros de companhias estrangeiras (10 milhões), amortizações (30 milhões) e juros (20 milhões).
- Recebimento de 10 milhões de dólares em donativos.
- Empréstimo de regularização recebido do FMI: 30 milhões. Baseado nesses lançamentos, monte o balanço de pagamentos completo do país.

Lançamentos Necessários

- Débito – Importações: –350;
Crédito – Variação de Reservas: +350.
- Débito – Importações: –50;
Crédito – Empréstimos e Financiamentos: +50.
- Débito – Importações: –20;
Crédito – Investimentos Diretos: +20.
- Débito – Variação de Reservas: –400;
Crédito – Exportações: +400.
- Débito – Fretes: –50;
Crédito – Variação de Reservas: +50.

f) Débito – Amortizações: –30;
Crédito – Variação de Reservas: +30;
g) Débito – Rendas de Capitais (juros e lucros): –30 (10 + 20);
Crédito – Variação de Reservas: +30.
h) Débito – Variação de Reservas: –10;
Crédito – Transferências Unilaterais Correntes: +10.
i) Débito – Variação de Reservas: –30;
Crédito – Financiamento da Regularização de Saldo: +30.

Tabela 11.3 Balanço de pagamentos

A. Balança Comercial

Exportações: +400

Importações: $(-50 - 350 - 20) = -420$

Saldo: –20

B. Contas Serviços e Rendas

Frete: –50

Rendas de Capitais: –30

Saldo: –80

C. Transferências Unilaterais Correntes

Donativos: +10

Saldo: +10

D. Balanço de Transações Correntes (A + B + C)

Saldo: –90

E. Conta Capital e Financeira

Investimentos diretos: +20

Empréstimos e financiamentos: +50

Amortizações: –30

Operações de Regularização: +30

Saldo: +70

F. Erros e Omissões: 0

G. Saldo do Balanço de Pagamentos (D + E + F)

Saldo: -20

H. Variação de Reservas (-G)

(+ 350 - 400 + 50 + 30 + 30 - 10 - 30)

Saldo: 120

Nota: Quando a conta “Variação de Reservas” aparece no balanço de pagamentos com sinal (1), isto é, com saldo credor, isso significa uma diminuição dos haveres monetários do país com relação ao resto do mundo, ou um aumento de suas obrigações.

Questões para revisão

1. Sobre taxas de câmbio:
 - a) Defina taxa de câmbio.
 - b) Defina regime de câmbio fixo, regime de câmbio flutuante e flutuação suja.
 - c) Qual a diferença entre variação nominal e variação real?
2. Qual o efeito de uma política de valorização do real perante outras moedas:
 - a) sobre o saldo da balança comercial?
 - b) sobre a oferta e a demanda de divisas estrangeiras?
 - c) sobre os preços domésticos?
3. O que é teoria das vantagens comparativas? Qual a crítica estruturalista a essa teoria?
4. De que variáveis dependem as exportações e as importações de um país? Indique se essas variáveis são direta ou inversamente relacionadas às exportações e importações.
5. Supondo: superávit comercial de R\$ 5 bilhões, déficit na conta serviços e rendas de R\$ 7 bilhões, transferências unilaterais correntes positivas de R\$ 2 bilhões e superávit de R\$ 6 bilhões na conta capital e financeira, responda:
 - a) Qual o saldo em conta-corrente do balanço de pagamentos?
 - b) Qual o saldo do balanço de pagamentos?