

# O Ajuste nas Contas Externas do Brasil: é o fim da vulnerabilidade?<sup>1</sup>

Daniela Magalhães Prates<sup>2</sup> e André Moreira Cunha<sup>3</sup>

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

**Key Words:** Brazilian economy; balance of payments adjustment; financial globalization.

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

**Palavras-Chaves:** economia brasileira; ajuste do balanço de pagamentos; globalização financeira.

## Introdução

Com a adoção do regime de câmbio flutuante, em 1999, o Brasil passou a experimentar um processo contínuo de melhoria do resultado em conta corrente do Balanço de Pagamentos, cujo superávit de US\$ 4,1 bilhões (ou 0,8% do PIB) em 2003 foi o primeiro da era pós-Real. Em paralelo, no primeiro ano da nova administração, a inflação retomou uma trajetória de queda<sup>4</sup>, o risco-país, que havia chegado à casa de 2.400 pontos em 2002, estabilizou-se entre 400 e 500 pontos, e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) - registrou uma alta expressiva, ao redor de 100%, se medida em dólares. No plano fiscal, a relação dívida/PIB foi estabilizada em 58%, um nível próximo ao do final de 2002. Houve um alargamento no seu prazo médio de vencimento e uma redução da parcela indexada à variação cambial (que passou de 34% para 21%). Já o efeito contábil da apreciação nominal da taxa de câmbio, em 20% – qual seja, diminuição do valor em Reais tanto dessa parcela quanto da dívida pública externa – contribuiu para atenuar o crescimento da dívida pública<sup>5</sup>. Além disso, verificou-se uma expansão de 2% para 12% na parcela da dívida mobiliária indexada a títulos pré-fixados, o que sinaliza a confiança nas condições macroeconômicas futuras (mais especificamente, na queda da taxa de juros). Apesar destes

---

<sup>1</sup> Versão: março de 2004. Todas as traduções de citações em língua estrangeira foram feitas pelos autores.

<sup>2</sup> Professora do Instituto de Economia da Unicamp. E-mail: daniprates@uol.com.br

<sup>3</sup> Professor do Departamento de Economia da UFRGS e Pesquisador do NERINT. E-mail: amcunha@hotmail.com

<sup>4</sup> 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](http://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.

<sup>5</sup> Em 2003, esse efeito, denominado de Ajuste Cambial, foi equivalente a 4,10% do PIB, contribuindo, assim, num valor praticamente semelhante ao do superávit primário (4,21 % do PIB) para o menor crescimento da relação dívida líquida/PIB.

resultados, a política monetária apertada fez com que as despesas com juros atingissem R\$ 145 bilhões ou 9,5% do PIB em 2003, um nível superior à média do período 1995-2002 (7% do PIB).

Estes indicadores têm sido apontados como 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<sup>6</sup>, tal opção conservadora é racionalizada a partir da perspectiva de que o problema macroeconômico central do País é de origem fiscal<sup>7</sup>. Argumenta-se que para estabilizar a relação dívida/PIB no curto prazo, e reverter sua tendência de elevação no longo prazo, há que se adotar medidas de contenção de gastos, em uma gestão fiscal ortodoxa que sinalize para os credores a capacidade de solvência da dívida pública. A opção da elevação de receitas, já amplamente explorada pelo governo anterior, 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. Ficaria de fora desta “agenda” a ampliação substantiva de investimentos em áreas que atuam a favor da redução das desigualdades no longo prazo, como educação, saúde, saneamento, ciência e tecnologia, etc<sup>8</sup>.

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 a elevação da taxa de investimentos. São pressupostos implícitos nesta estratégia, que pode ser sintetizada no termo “Confidence Building”<sup>9</sup>, o aprofundamento da liberalização financeira – no limite, tornando o Real plenamente conversível (Arida, 2003, Bacha, 2003) – o

---

<sup>6</sup> 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).

<sup>7</sup> Ver, dentre outros, Garcia; Didier (2001), Garcia (2002), Williamson (2003), Goldestein (2003), Giambiagi (2003), Arida (2003), Bacha (2003), Ministério da Fazenda (2003, 2003b).

<sup>8</sup> 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](http://www.fazenda.gov.br).

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 (2003, 2003b).

Sem desconhecer a gravidade do problema fiscal e a importância da construção de credibilidade na gestão macroeconômica, este trabalho parte de uma perspectiva distinta. Considera-se que a reversão das expectativas pessimistas dos mercados financeiros no primeiro ano da administração Lula deveu-se muito mais às mudanças no estado de liquidez do mercado financeiro internacional, associadas às políticas monetárias laxistas nos países centrais, do que à gestão econômica doméstica conservadora, ancorada no aperto fiscal e monetário. E, apesar dessas mudanças, que resultaram num novo ciclo de endividamento externo dos países emergentes, a vulnerabilidade externa permanece sendo o principal entrave à retomada do crescimento doméstico em bases sustentáveis. Os ajustes de fluxo realizados a partir de 1999 contribuíram para reduzir a pressão de curto prazo no Balanço de Pagamentos. Todavia, permanecem significativos desequilíbrios de estoques, que se não forem enfrentados com políticas ativas na área cambial e de gestão dos fluxos privados de capitais, poderão acarretar a continuidade do quadro de instabilidade e baixo crescimento vivido pela economia brasileira nas últimas duas décadas. Chama atenção o fato de que a estratégia conservadora de busca da construção da credibilidade junto aos mercados financeiros pela via fiscal gerou, no período 1995-2002 e, também em 2003, um quadro de instabilidade macroeconômica, baixo crescimento e fragilização do tecido social.

Evidências recentes sugerem que em um contexto de finanças globalizadas e desregulamentadas, onde os ciclos financeiros externos tendem a capturar os mercados emergentes em ondas de “liquidez – crescimento – iliquidez – crises financeiras”, as estratégias passivas de “busca da credibilidade” não têm sido capazes de gerar crescimento no longo prazo (IMF, 2001, Edison *et al.*, 2002, Prasad *et al.*, 2003, Rogoff, 2003). Pelo contrário, como argumentam Dooley *et al.* (2003), as estratégias periféricas mais bem-sucedidas tendem a ser aquelas que reproduzem o “modelo asiático” de ativismo cambial, controle de capitais, manutenção de elevadas reservas em moeda forte e *drive* exportador. Além desta introdução, os argumentos estão organizados em mais três sessões. Inicialmente procura-se mostrar os limites do processo recente de ajuste das contas externas brasileiras. A seguir são trazidas evidências capazes sustentar o argumento central do texto

---

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

de que no estágio atual de desenvolvimento do País, e considerando-se o ambiente instável de globalização das finanças, a estratégia conservadora de “busca de credibilidade” é insuficiente para garantir a retomada do crescimento sustentável. À guisa de conclusão, sugere-se a adesão do Brasil às estratégias vencedoras nos termos de Dooley *et al.* (2003).

## **2. Explorando Alguns Limites do Ajuste Recente da Economia Brasileira<sup>10</sup>**

A evolução do balanço de pagamentos brasileiro após 1999 foi condicionada pela mudança no regime de política econômica, cujo marco foi a adoção do regime câmbio flexível em janeiro daquele ano<sup>11</sup>, e 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<sup>12</sup>. Contudo, a adoção do regime de câmbio flutuante, num ambiente de livre mobilidade de capitais, não aliviou a situação de vulnerabilidade externa do País. No contexto atual de globalização financeira, as flutuações da taxa de câmbio, supostamente destinadas a eliminar os desequilíbrios do balanço de pagamentos, se revelaram altamente desestabilizadoras. Neste contexto, o principal determinante da evolução dos Balanços de Pagamentos dos países, de forma geral, é o desempenho da conta financeira. No caso dos países periféricos, como o Brasil, com um elevado passivo externo (seja de curto, seja de médio e longo prazos), essa relação de causalidade é ainda mais acentuada. Isto porque, esses países dependem do ingresso de fluxos líquidos de capitais privados para fechar suas contas externas, os quais são altamente voláteis. A volatilidade dos fluxos de capitais direcionados para os “países emergentes” não está associada somente ao fato 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 90, a sua participação nos fluxos globais ainda é marginal<sup>13</sup>, 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

---

<sup>10</sup> Este item baseia-se, em grande parte, em Prates (2003a e 2003b).

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

<sup>12</sup> Sobre o processo de abertura financeira nos anos 90 e as medidas adotadas em 2000, que resultaram na liberalização praticamente total dos fluxos de capitais entre o país e o exterior, ver: Freitas; Prates (2001).

<sup>13</sup> De acordo com dados do BIS, em dezembro de 2002, os países centrais absorviam 80% do estoque de empréstimos bancários internacionais. No mercado internacional de títulos de dívida esta concentração era ainda maior: 88% do estoque total de títulos haviam sido emitidos por residentes desses países. (BIS, 2003a).

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 90. Já as emissões brutas de ações, além de menos voláteis, foram pouco significativas e concentradas num número reduzido de emissores dos países asiáticos. Os empréstimos bancários, por sua vez, se reduziram desde a crise asiática e se mantiveram num patamar baixo a partir de então<sup>14</sup>. O mercado de títulos de dívida dos países “emergentes” tem sido marcado por uma dinâmica de “*feast or famine*”<sup>15</sup> – abundância ou escassez -, que se reforçou nos últimos anos devido à influência crescente das mudanças de sentimento dos investidores e das condições de liquidez globais sobre a dinâmica desse mercado. De acordo com cálculos realizados pelo FMI (IMF, 2003a), 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”. Os períodos de fechamento – “*issuance famine*” – dos mercados primários “emergentes” tornaram-se crescentemente associados ao aumento do prêmio de risco dessa categoria de papéis. Nesses períodos, os devedores de maior risco, geralmente os principais emissores de títulos, são os primeiros a serem excluídos do mercado. De forma simétrica, as reaberturas estiveram associadas à redução desse prêmio<sup>16</sup> e caracterizam-se por um excesso de emissões lideradas exatamente por estes emissores, que podem rapidamente saturar os mercados primário e secundário<sup>17</sup>.

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

---

<sup>14</sup> Sobre os fluxos de empréstimos bancários para os países “emergentes” após a crise asiática, ver Cintra; Farhi (2003).

<sup>15</sup> O FMI tem utilizado em seus relatórios as expressões “*on-off nature*” (ver, por exemplo, Adams, Mathieson e Schinasi, 1999 e Mathieson; Schinasi, 2001) e, mais recentemente “*feast or famine*” (IMF, 2003a) para caracterizar a dinâmica volátil dos fluxos de capitais direcionados para os “mercados emergentes”.

<sup>16</sup> 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, 2003a).

<sup>17</sup> De acordo com o FMI (IMF, 2003a), um dos fatores que contribui 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.

“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).

O episódio mais recente de “*feast or famine*” ocorreu em 2002: o período de forte escassez de recursos (entre maio e novembro), foi seguido por um de abundância a partir de dezembro de 2002, que se estendeu ao longo de 2003. Mais uma vez, tanto a “*famine*” quanto a “*feast*” de fluxos de capitais para os mercados emergentes foram determinadas, em última instância, pela dinâmica dos mercados financeiros dos países centrais. A partir de maio de 2002, a frustração das expectativas de retomada do crescimento global, a divulgação dos balanços das grandes corporações, indicando lucros inferiores aos esperados e, principalmente, a revisão do risco de crédito da *WorldCom*, grande firma americana de telecomunicações – num mercado já abalado pela revelação de várias irregularidades contábeis em 2001 – resultaram numa perda adicional de confiança dos investidores, a qual atingiu não somente os mercados de ações globais – que registraram alta volatilidade e deflação pelo terceiro ano consecutivo – mas também o mercado de títulos corporativos. Em meados do ano, os *spreads* de crédito nos mercados “maduros” aumentaram numa velocidade não observada desde a crise asiática e as empresas de maior risco de crédito – principalmente aqueles que haviam tido seu *rating* rebaixado, as chamadas “*fallen angels*” – perderam acesso ao mercado de títulos. As emissões líquidas de títulos das corporações americanas, inclusive daquelas com grau de investimento, atingiram o nível mais baixo em uma década. Simultaneamente, os investidores passaram a adquirir ativos de alta qualidade de crédito, ou seja, títulos públicos e papéis de empresas com *rating* de crédito elevado (IMF, 2002b; IMF, 2003a; BIS, 2003b).

Esse aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros dos países centrais espalhou-se para os mercados “emergentes”, resultando num declínio significativo nos preços das ações e dos títulos e num aumento da volatilidade. Assim como nestes países, o aumento do risco de crédito atingiu, inclusive, emissores com grau de investimento. As emissões brutas reduziram-se em todas modalidades de crédito nos nove primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior. No terceiro trimestre, o volume de emissões brutas atingiu um patamar semelhante ao observado após a crise asiática. Contudo, os tomadores *sub-investment grade* foram os mais afetados, o que reflete uma tendência adicional do mercado internacional de títulos após o final dos anos 90, qual seja: de discriminação entre devedores de acordo com a qualidade de crédito percebida (*tiering by credit quality*) e, conseqüentemente, de discriminação dos ativos sem grau de investimento (*sub-investment graded*). No caso de alguns países, os chamados “fundamentos internos” – em 2002, especialmente às incertezas econômicas devido à proximidade das eleições no Brasil e na Turquia – contribuíram, na realidade, para reforçar esta diferenciação. Nos segundo e

terceiro trimestres de 2002, os emissores sem grau de investimento, particularmente da América latina, foram de forma geral excluídos do mercado primário num período de 20 a 27 semanas, a partir da segunda semana de maio. Já os tomadores asiáticos e do leste europeu com grau de investimento beneficiaram-se de *spreads* mais baixos e mantiveram o acesso ao mercado primário, sendo responsáveis por 2/3 do total das emissões primárias no período<sup>18</sup>.

Assim, no período de *issuance famine* de 2002, a tendência de discriminação entre os ativos de diferentes riscos de crédito foi acompanhada por uma discriminação entre as regiões “emergentes”, em detrimento da América Latina, que concentra um grande número de tomadores sem grau de investimento. Esta última tendência, por sua vez, está associada a duas mudanças neste mercado após 2001, ano do *default* da Argentina: em primeiro lugar, a importância crescente dos novos fundos mútuos “dedicados” em mercados emergentes (*new dedicated emerging market mandates*), baseados em índices mais amplos (como o EMBI *Global* e o EMBI *Global Diversified*), nos quais o peso dos países latino-americanos, como Brasil e Argentina, é menor; em segundo lugar, o aumento da aversão ao risco dos investidores de varejo europeus e japoneses e o subsequente fechamento dos mercados denominados em euro e iene para aqueles emissores (IMF, 2002b e c; IMF, 2003a). As condições adversas de financiamento externo para os países “emergentes” passaram a dar sinais de reversão em novembro. Assim como a “*famine*” foi determinada, principalmente, pelo aumento da aversão ao risco dos investidores globais, a “*feast*”, que se iniciou no final de 2002 e persiste até o momento (início de 2004) decorreu do movimento contrário: o aumento do apetite ao risco nos mercados globais. Num ambiente de taxas de juros historicamente baixas dos títulos públicos nos Estados Unidos e na Europa e de desilusão com as aplicações em ações<sup>19</sup>, o corte de mais 50 pontos básicos da taxa de juros americana em novembro estimulou os investidores a buscar aplicações de maior rentabilidade. Nos trimestres precedentes as posições em títulos governamentais e privados de alta qualidade de crédito, num contexto de taxa de juros declinantes – e, conseqüentemente, alta dos preços dos títulos –, forneceram rendimentos excepcionalmente elevados aos investidores, os quais avaliaram que as oportunidades de ganho de capital nessa classe de ativos haviam se esgotado, dado o patamar extremamente baixo das respectivas taxa de juros, em termos nominais e reais<sup>20</sup> (BIS, 2003b, IMF, 2002b e 2003).

Neste contexto, os investidores (inclusive os mais conservadores) passaram a demandar ativos de risco mais elevado, o que resultou na queda dos *spreads* e na reabertura do mercado de

---

<sup>18</sup> Enquanto os mercados asiáticos foram beneficiados pela liquidez regional e pela sólida base de investidores locais, os países do leste europeu foram favorecidos pela antecipação por parte dos investidores de créditos *upgrades*, associados à perspectiva de integração na União Européia, e pela procura de rentabilidade pelos investidores institucionais europeus (IMF, 2002b e 2003).

<sup>19</sup> Vale mencionar que essa desilusão foi logo revertida. Já no primeiro semestre de 2003, o elevado apetite ao risco também resultou em aumento das aplicações nas bolsas de valores dos países centrais, principalmente nas dos Estados Unidos, que vem apresentando forte valorização desde então.

<sup>20</sup> É interessante mencionar que a redução dessas taxas decorreu da própria dinâmica do mercado de títulos num contexto de maior aversão ao risco: o aumento da demanda por títulos de alta qualidade resultou na alta dos preços desses papéis, pressionando para patamares extremamente baixos suas respectivas taxas de juros.

crédito securitizado tanto para os tomadores *high-yield* dos países centrais quanto para os emissores dos países “emergentes” sem grau de investimento, que haviam sido excluídos deste mercado no período nos dois trimestres precedentes. No caso desses países, a redução das incertezas políticas no Brasil e na Turquia após a realização das eleições contribuiu para a redução dos prêmios de risco. Ou seja, assim como no período de aumento da aversão do risco, os fatores internos tiveram um papel secundário, reforçando o movimento ditado pela dinâmica dos mercados financeiros globais (BIS, 2003b, IMF, 2003a). Vários são os indicadores deste ciclo mais recente de abundância de recursos para os “mercados emergentes” – que têm sido alimentado pelas taxas de juros em patamares historicamente baixos nos países centrais e pelas expectativas de crescimento econômico mundial sincronizado em 2004 –, dentre os quais se destacam: o aumento significativo das aplicações nos fundos de investimento especializados nesses mercados<sup>21</sup>; o volume recorde de emissões de títulos de dívida em 2003 desde 1997<sup>22</sup>; a valorização generalizada das bolsas de valores emergentes - em média, 60% no acumulado de janeiro a outubro de 2003 (Pettis, 2003) e dos respectivos mercados de ADRs<sup>23</sup>; a forte queda dos *spreads* dos *junk bonds* e dos títulos emitidos pelos países emergentes e, assim dos respectivos riscos-país<sup>24</sup>, a conseqüente “indiferenciação” dos riscos e a onda de *upgradings* (que em geral sucede a queda destes riscos, avaliados pelo “mercado”<sup>25</sup>). De acordo com vários gestores e analistas internacionais, o volume de recursos aplicados nos mercados emergentes é recorde desde 1998 (Pavini, 2003; Lachman, 2003). E, segundo, a *The Economist* (2003), o *rally* recente nos mercados emergentes e de *junk bonds* é um dos mais fortes da história e os *spreads* dos títulos *investment-grade* sobre as *Treasuries* são os menores em 20 anos<sup>26</sup>.

O Brasil tem sido particularmente beneficiado neste mais recente período de “*feast*”. Num primeiro momento (final de 2002), os *spreads* extremamente elevados e o potencial de futuro estreitamento estimularam os fundos dedicados, que utilizam como referência os índices de dívida nos quais o peso dos títulos brasileiros é significativo (como o EMBI+), a elevar ligeiramente sua

---

<sup>21</sup> De acordo com a consultoria internacional *EmergingPortfolio.com*, o saldo total dos fundos dedicados a mercados emergentes passou de US\$ 50,1 bilhões no início do ano para US\$ 80,4 bilhões no final de outubro.

<sup>22</sup> De acordo com a consultoria *Thompson Financial*, esse volume totalizou US\$ 216,8 em 2003 (Fraga, 2004).

<sup>23</sup> A alta do mercado de ADRs é generalizada. De acordo com o índice do *Bank of New York*, entre janeiro e outubro de 2003 a valorização dos ADRs brasileiros foi de 65,4%, dos filipinos de 170,91%; daqueles emitidos por Taiwan de 71,12% e por Cingapura, de 132,47%.

<sup>24</sup> O *spread* do índice EMBI+ passou de 1040 pontos básicos – valor máximo atingido em setembro de 2002 – para menos de 400 pontos básicos em meados de janeiro de 2004 (IIF, 2004).

<sup>25</sup> De acordo com o BIS (2003b), em outubro de 2003, 10 países “emergentes”, dos quais 7 asiáticos – China, Hong Kong, Indonésia, Macau, Malásia, Paquistão e Tailândia – e 3 europeus – Rússia, Turquia, Grécia – receberam “*upgrade*” de pelos menos uma das três principais agências de classificação de risco internacionais. O BIS também ressalta que a queda dos *spreads* dos títulos negociados no mercado secundário precedeu os “*upgrades*”.

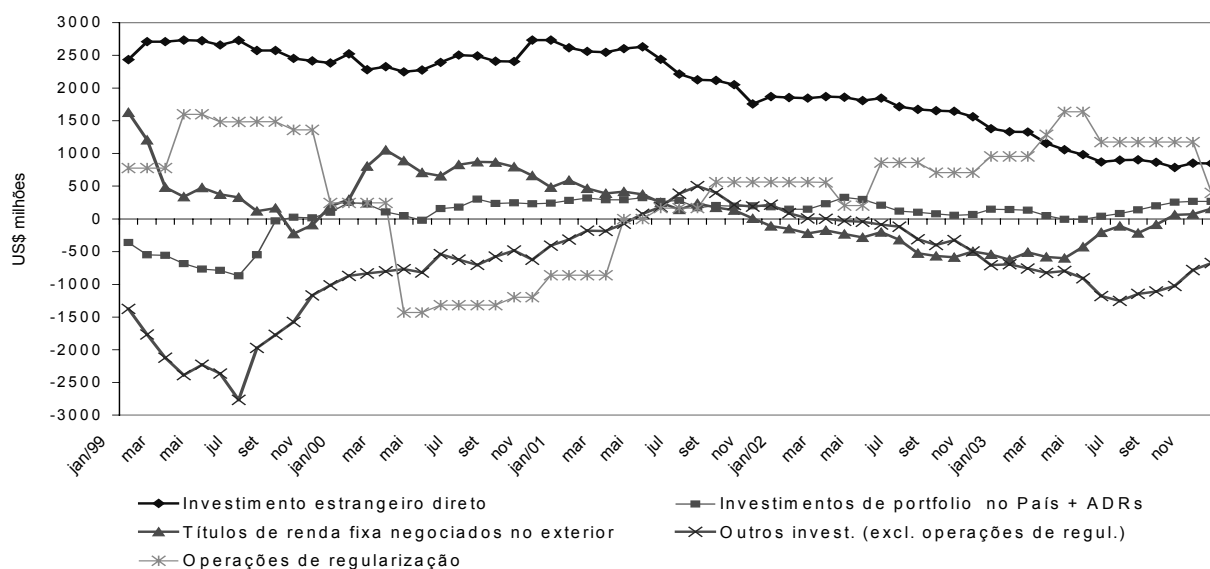
<sup>26</sup> Dados recentemente divulgados pelo BIS, no seu primeiro relatório trimestral de 2004 (BIS, 2004), apontam no mesmo sentido: no quarto trimestre de 2003, as emissões líquidas de títulos de renda fixa pelos mercados emergentes atingiram US\$ 18,3 bilhões, valor recorde registrado nesse trimestre desde 1996.



posição nesses papéis, diante do receio de não atingir as metas de retorno (*underperformance of benchmarks*) contribuindo para a rápida e forte valorização do índice EMBI Brasil.

Ao longo de 2003, além da continuidade do movimento de “ajuste” do risco-Brasil, a reavaliação dos *ratings* da Rússia e do México, que passaram para a categoria de *investment grade*, fomentou a demanda por títulos externos soberanos brasileiros, seja em função da perspectiva de que o Brasil será o próximo país premiado com um *upgrading*<sup>27</sup>, seja devido à demanda por rentabilidade, já que após aquelas reavaliações os papéis brasileiros tornaram-se o destaque no mercado de dívida dos países emergentes sem grau de investimento. Esses papéis foram os principais beneficiados pelo movimento de realocação do portfólio de fundos dedicados em mercados emergentes, seguidos pelos títulos da Turquia e da Colômbia<sup>28</sup>. O desempenho da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro após 1999 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. 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 acentua a partir de meados de 2001, quando as condições econômicas e financeiras nos países centrais deterioraram-se<sup>29</sup>. 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 (valores acumul. em 12 meses)**



<sup>27</sup> A agência de classificação de risco *Fitch Ratings* elevou o *rating* da dívida soberana brasileira em moeda estrangeira de longo prazo em uma escala, de “B” para “B+” dia 11 de novembro de 2003, um dia após o governo ter divulgado a assinatura do acordo preventivo com o FMI, no valor de US\$ 14 bilhões.

<sup>28</sup> Com o *upgrading* da Rússia, a parcela *investment grade* do índice *EMBIplus* passou de 27% para 47% e do índice *EMBIglobal* de 27% para 50%.

<sup>29</sup> Vale citar os principais eventos desestabilizadores: continuidade da deflação da bolha dos preços dos ativos dos setores TMT (telecomunicações, mídia e tecnologia) nos mercados globais; início de uma recessão nos Estados Unidos, simultaneamente 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).

Simultaneamente à retração dos fluxos líquidos de capitais privados, observa-se uma deterioração do perfil de algumas modalidades de capital externo<sup>30</sup>. Em relação aos fluxos de investimento externo direto, sua redução a partir de janeiro de 2001 decorre 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 90. A partir de meados de 2002, as conversões de dívida em investimento (*debt-equity swaps*) – que não representam novo financiamento, mas uma reestruturação patrimonial – aumentam progressivamente até o início de 2003, diante da impossibilidade de rolagem de dívidas no mercado internacional de capitais nos segundo e terceiro trimestres do ano. Já os empréstimos intercompanhias<sup>31</sup> apresentaram um comportamento mais volátil, mas se retraem em 2002, indicando 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, vale ressaltar a retração progressiva de meados de 2001 ao início de 2003 de todas as modalidades – além dos títulos de renda fixa negociados no exterior, dos empréstimos e financiamentos bancários, do 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, mas se mantém em patamares reduzidos<sup>32</sup>.

Em 2003, primeiro ano do governo Lula, as condições de financiamento externas apresentam tendência de melhora, associada ao ciclo de liquidez internacional. Contudo, esta melhora é somente relativa. Considerando os fluxos de capitais voluntários, predominam as modalidades potencialmente mais voláteis – como investimento de portfólio no País e ADRs<sup>33</sup> e títulos de renda fixa no exterior -, o que reflete exatamente o contexto de elevado apetite ao risco vigente desde o final de 2002. Os fluxos líquidos de investimento externo direto se recuperam

---

<sup>30</sup> Para uma análise mais detalhada da conta financeira no período 1999-2002, ver Prates (2003a).

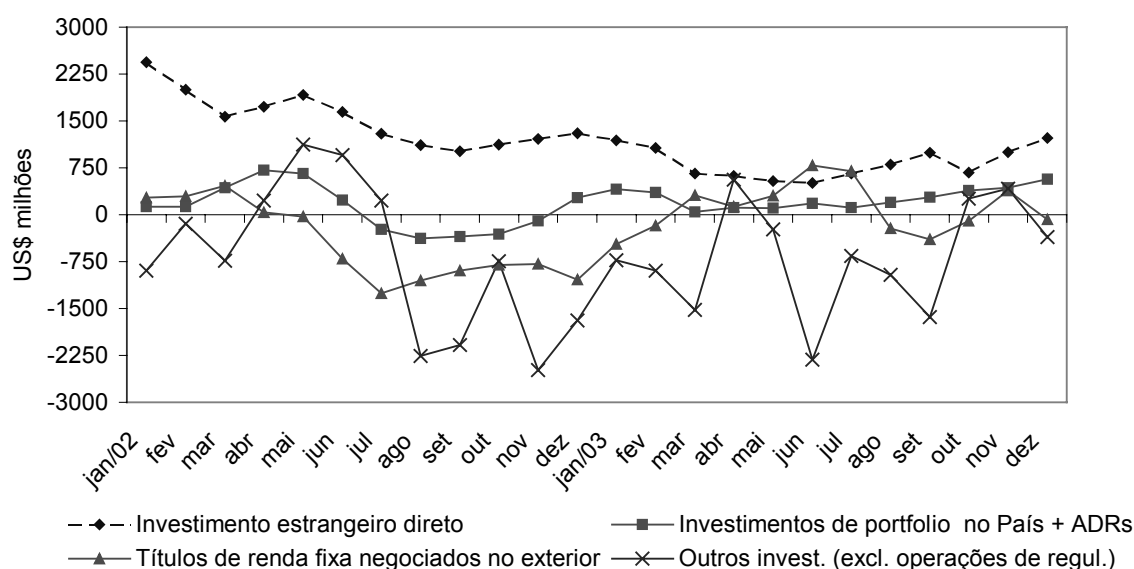
<sup>31</sup> Esse tipo fluxo passou a ser contabilizado como IED com a adoção de uma nova metodologia de apresentação do Balanço de Pagamentos em 2000, a qual segue os padrões definidos pelo FMI em 1993.

<sup>32</sup> Vale ressaltar que 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. Como explicam Cintra; Farhi (2003:9): “Diante disso, as autoridades reguladoras (...) passaram a solicitar que os bancos incluíssem os créditos ao comércio exterior nos sistemas de avaliação do risco de crédito e nas suas prestações de conta. Essa decisão ocasionou um aumento no risco dos ativos mantidos no exterior (...) pelos bancos, que devem consolidar suas operações, inclusive das filiais no exterior, para efeito de supervisão, levando a uma rápida redução das posições em ativos dos países periféricos. Como em alguns casos, a venda de ativos no mercado secundário poderia desencadear perdas acentuadas, os bancos optaram, então, por não renovar as linhas de crédito comerciais vencidas”.

<sup>33</sup> Os investimentos de portfólio no país têm se direcionado para a aquisição de ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que, como as demais bolsas de valores emergentes, tem apresentado alta rentabilidade nesse ano. Assim, ao contrário do padrão observado após 1997, quando as aplicações no mercado de ADRs superaram aquelas na Bovespa, nesse ano os dois mercados tem absorvido um volume semelhante de recursos. A recente mudança de legislação referente às aplicações financeiras de investidores estrangeiros no País – autorizando a passagem direta entre os mercados de renda fixa e de ações, sem necessidade de fechar câmbio e, assim pagar duas vezes a CPMF – constitui mais um passo na desregulamentação da conta financeira, mas dado o patamar atual do cupom cambial, não deve induzir um direcionamento de recursos para os títulos de renda fixa.

somente no último trimestre do ano. Em relação ao endividamento externo, apesar do retorno do País ao mercado internacional de crédito voluntário, tanto as emissões líquidas de títulos quanto as demais modalidades de empréstimos (incluídas em *Outros Investimentos*) foram altamente voláteis e apresentaram valores negativos em vários meses do ano pelo critério das médias móveis trimestrais (ver Gráfico 2). 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 aos títulos brasileiros após o *upgrading* da Rússia..

**Gráfico 2. Fluxos de capitais estrangeiros – média móvel trimestral**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria

Essa situação relativamente favorável em termos de financiamento externo perdurará enquanto o período de “*feast*” se sustentar. Contudo, sua reversão em algum momento é inevitável: como indica a experiência histórica e, principalmente, aquela dos anos 90, após a fase de “*feast*” vem a “*famine*”. Vários analistas internacionais, especializados em mercados emergentes (Pettis, 2003; Lachman, 2003; *The Economist*, 2003) têm chamado atenção para este risco, destacando o “descolamento” entre os preços de mercado (queda dos *spreads* dos títulos e dos riscos-país, valorização inusitada das ações e dos ADRs) e os fundamentos dos países “emergentes” que têm sido mais favorecidos por essa onda de euforia. No caso do ciclo recente, os analistas projetam o fim do boom para o final de 2004, em decorrência de provável elevação dos juros nos Estados

Unidos, em resposta seja à desvalorização do dólar seja às pressões inflacionárias decorrentes da retomada do crescimento econômico.

E, quando esta reversão advir, o Brasil deve ser especialmente afetado, explicitando a fragilidade do ajuste externo. Isto porque, como ressaltado acima, uma das características dos mercados de títulos de dívida dos países “emergentes” a partir do final dos anos 90 é que a sua volatilidade, sobretudo nos períodos de “*famine*”, tem afetado, de forma heterogênea, os emissores desta classe de ativos, de acordo com a sua respectiva posição no espectro de *ratings* de crédito. Esta heterogeneidade está associada a uma característica adicional deste mercado após as crises asiática e russa, ressaltada acima: a tendência, cada vez mais pronunciada, de diferenciação entre os créditos de diferentes qualidades que tem atingido, especialmente, os emissores sem grau de investimento latino-americanos, dentre os quais o Brasil.

Além da fragilidade do ajuste dos fluxos de financiamento externo, a situação do País em termos de liquidez e solvência externas permanece preocupante. A melhora dos principais indicadores de liquidez externa<sup>34</sup> no quadrimestre julho-outubro de 2003 (ver Gráfico 3) – associada, sobretudo, aos superávits em transações correntes obtidos a partir de julho, à redução conjuntural da dívida de curto prazo e das amortizações de médio e longo prazo e, do lado do denominador, ao aumento marginal das reservas internacionais - se interrompeu no final de 2003, dada a concentração dos vencimentos em dezembro. Ademais, apesar daquela melhora, o indicador *Standard & Poors* continuou superior a 1, mantendo o Brasil na categoria *non-investment grade*, de acordo com essa agência de classificação de risco.

Em 2004, a tendência de elevação desse indicador deve se manter devido ao elevado volume de amortizações<sup>35</sup>. Em relação ao superávit comercial<sup>36</sup>, responsável pelo resultado positivo das transações correntes em 2003, vale mencionar que, apesar da sua melhor qualidade em 2003 – pois foi determinado, principalmente, pelo aumento das exportações e não pela queda das importações como no período 1999-20002 – ele continuou concentrado em *commodities* primárias e setores intensivos em trabalho e recursos naturais, ou seja, no padrão de inserção comercial externa que se consolidou na segunda metade dos anos 90 como reflexo da reestruturação produtiva induzida pelo tripé: abertura comercial, valorização real da moeda doméstica e novas estratégias das empresas transnacionais<sup>37</sup>. E, a alta taxa de crescimento das vendas externas em 2003 esteve associada a uma

---

<sup>34</sup> Os indicadores *Standard & Poors* e *Standards & Poors + Porfolio* (que “mede” a pressão potencial sobre as reservas internacionais no País) consideram, 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 e o estoque da dívida de curto prazo. Assim, o superávit em transações correntes contribui para a redução dessas necessidades e para a melhora do indicador.

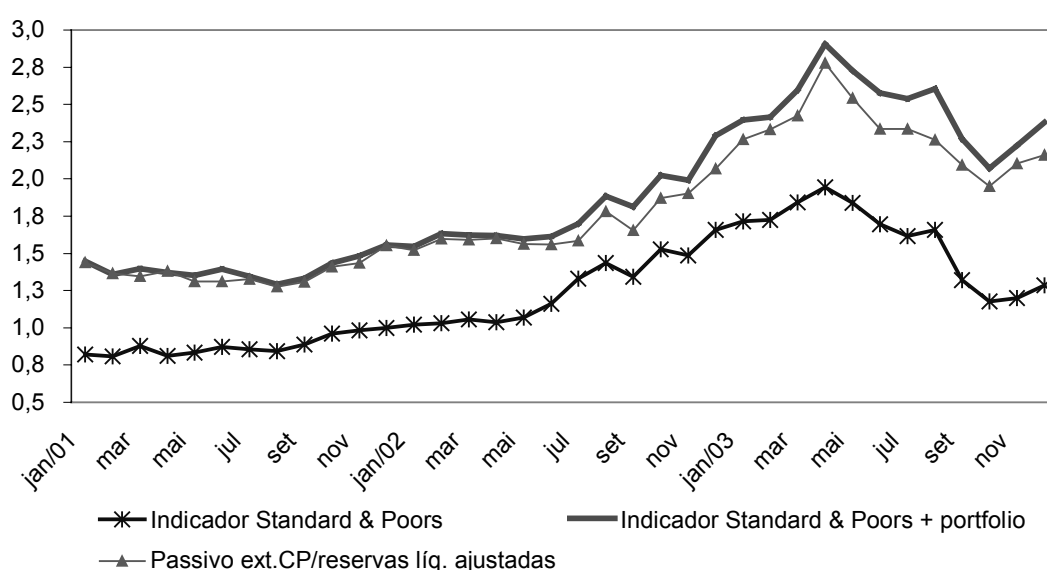
<sup>35</sup> Estimada em quase US\$ 40 bilhões pelo Banco Central.

<sup>36</sup> Segundo estimativas do Banco Central a conta corrente deve apresentar déficit de US\$ 3,9 bilhões e a conta comercial superávit de US\$ 20 bilhões em 2004, contra os US\$ 24,8 bilhões de 2003.

<sup>37</sup> Sobre os obstáculos colocados por esse padrão à uma inserção comercial externa dinâmica e virtuosa, ver Coutinho; Hiratuka; Sabatini (2003) e Sarti; Sabatini (2003). Para uma análise detalhada do desempenho da balança comercial em 2003, ver: Prates (2003b).

conjunção de fatores excepcionais, dentre os quais: a forte desvalorização cambial de 2002; o aumento dos preços internacionais das *commodities* agrícolas e metálicas; a retração do mercado interno; e crescimento significativo das economias Argentina e, principalmente, chinesa. Pode-se afirmar que nosso superávit comercial tem se revelado conjunturalmente dinâmico, dado o crescimento econômico mundial e, especialmente, da China, e o ciclo de alta dos preços das *commodities*. Sua manutenção em patamares elevados depende da sustentabilidade desta conjuntura externa favorável. Neste contexto, uma retomada modesta do crescimento interno, como a esperada para esse ano, poderá resultar, somente, em redução marginal desse superávit, dado o seu perfil não-industrial.

**Gráfico 3. Indicadores de liquidez externa**



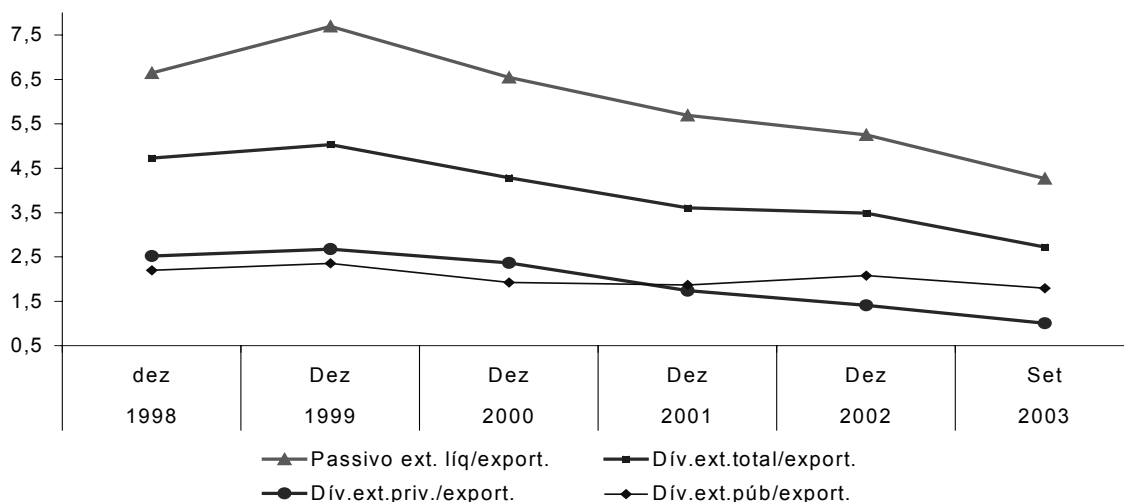
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria

Os indicadores de solvência externa – estimativas da vulnerabilidade externa do País no médio e longo prazo, cuja redução depende da capacidade de geração de divisas da economia via exportações –, também apresentam tendência declinante no primeiro ano do governo Lula, associada, principalmente, ao crescimento expressivo das exportações (ver Gráfico 4)<sup>38</sup>. Todavia, essa tendência deve se estancar ou mesmo se reverter no médio e longo prazo. Uma redução sustentável dos indicadores de solvência externa requer que a taxa de crescimento das exportações seja superior à taxa de juros que incide sobre a dívida externa (em média, 10% a.a) – o que é pouco provável, dado o perfil pouco dinâmico da nossa pauta da exportação, que permanece concentrada

<sup>38</sup> Vale mencionar que a redução dos indicadores de vulnerabilidade externa no período 1998-2002 esteve associada, principalmente, a um efeito contábil: a 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 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. Esta escassez explica a diminuição do indicador “Dív. externa privada/export”. Já o indicador “Dív. ext. total/export” permanece em patamar praticamente estável após 2000, refletindo o aumento da dívida pública externa – associada às operações de regularização e às emissões soberanas – que contrabalançou a retração do endividamento privado (Prates, 2003a).

em *commodities* primárias e bens de baixo conteúdo tecnológico – e que esta taxa seja superior à taxa de crescimento das importações para ampliar o saldo e reduzir progressivamente o déficit em transações correntes e o endividamento adicional. Ademais, a manutenção do movimento recente de aumento do endividamento externo securitizado, de prazo mais longo, vai pressionar ainda mais o esquema de amortização nos próximos anos<sup>39</sup>.

**Gráfico 4. Indicadores de solvência externa**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria

Finalmente, a comparação com outros países emergentes revela como a situação de vulnerabilidade externa da economia brasileira continua preocupante. Considerando um conjunto países – que enfrentaram crises cambiais nos anos 90, como o Brasil – somente a Argentina tem uma situação de liquidez (medida pelo indicador dívida externa de curto prazo sobre reservas internacionais líquidas) e de solvência externa (avaliada pelo indicador dívida externa sobre exportações) pior que a do Brasil (ver Tabela 1)<sup>40</sup>. Nos demais países, os indicadores são inferiores a 1 e a 2, respectivamente.

**Tabela 1. Indicadores de liquidez e solvência**  
**Países selecionados (posição de junho de 2003)**

	Dív.ext. cp/reservas	Dív.ext/export.
<b>Coreia</b>	0,3	0,6
<b>Tailândia</b>	0,2	0,4
<b>Rússia</b>	0,3	0,5
<b>Argentina</b>	2,1	5,3
<b>México</b>	0,6	0,7
Memória:		
<b>Brasil</b>	1,1	3,0

Fonte: FMI. Elaboração própria

<sup>39</sup> Vale ressaltar que o novo acordo com o FMI alterou o cronograma de amortizações da dívida com esta instituição para o período 2005-2007, aliviando os pagamentos de 2005 e 2006.

### 3. Os Elos Fracos Entre Liberalização Financeira e Crescimento Sustentável

Em nossa avaliação, qualquer esforço de compreensão dos limites para a retomada do crescimento em bases sustentáveis, passa por se assumir que as economias em desenvolvimento, especialmente na América Latina, têm sido capturadas por ciclos financeiros que alternam momentos de liquidez (de origem externa) e endividamento (resposta interna), com outros de escassez de divisas (de origem externa) e crises domésticas. Tal perspectiva, enfatizada na seção anterior, encontra respaldo nas pesquisas mais recentes sobre a natureza das crises financeiras e sobre as vinculações entre abertura financeira e crescimento econômico. Trata-se da dinâmica “*feast or famine*”, que expressa a volatilidade dos capitais privados operando em mercados financeiros marcados pela globalização com desregulamentação (IMF, 2003a).

O ciclo mais recente iniciou-se na segunda metade dos anos 1980 e interrompeu-se com uma seqüência de crises financeiras, especialmente a partir da crise asiática (1997-1998). Com a posterior retração na entrada autônoma de capitais privados<sup>41</sup> nos países em desenvolvimento, assistiu-se ao aumento da instabilidade financeira, e o crescente questionamento sobre os pretensos vínculos automáticos entre liberalização da conta capital e crescimento.

A partir de então, o *establishment* oficial passou a demonstrar uma maior cautela na exposição dos custos e benefícios da liberalização financeira. No final dos anos 1980, início dos anos 1990, vigorou um grande otimismo acerca da globalização financeira, postura reforçada pela pressão norte-americana em torno da abertura da conta capital em vários países em desenvolvimento. O alerta de *experts* acadêmicos acerca da necessidade do estabelecimento de uma seqüência apropriada para abertura financeira foi relegado a um plano secundário (Edwards, 1995, 2002). Depois da crise mexicana e, fundamentalmente, da crise asiática, temas como a seqüência da abertura da conta capital e regulação prudencial dos sistemas financeiros domésticos voltaram à ordem do dia. A posição dos relatórios oficiais do FMI e Banco Mundial foi refletindo esta nova perspectiva (Cunha; Prates, 2003).

Neste sentido, o Banco Mundial (World Bank, 2000, 2001) sugere que o processo de integração econômica internacional, especialmente em sua dimensão financeira, caracteriza-se por ciclos de *boom-and-bust* com algumas características comuns: (i) o crescimento intenso do comércio e dos investimentos em nível internacional; (ii) a emergência de inovações tecnológicas capazes de reduzir os custos de transação, em transportes e comunicações; (iii) do ponto de vista

---

<sup>40</sup> Os demais indicadores, mais amplos, não foram possíveis de ser elaborados a partir dos dados do FMI.

<sup>41</sup> A entrada líquida de capital privado nos países em desenvolvimento atingiu seu auge em 1996, com US\$ 233 bilhões. Com a crescente instabilidade internacional, aquele montante atingiu seu menor valor absoluto desde a crise da dívida dos anos 1980: US\$ 8,9 bilhões em 2000. Esta queda deve ser atribuída à forte retração nos créditos bancários e nos fluxos de investimentos em portfólio, muito mais voláteis do que o investimento direto externo (IDE). Em termos relativos, o ano de 1996 marcou o pico da entrada líquida de capitais nos emergentes: 3,5% do PIB conjunto destes países. A partir da crise asiática, este indicador caiu para níveis tão baixos quanto os verificados no período da crise da dívida dos anos 1980. Cálculos a partir da base de dados do FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)) – World Economic Outlook, outubro de 2001.

político, tais momentos foram alicerçados pelo estabelecimento de condições institucionais permissivas à ampliação da mobilidade de fatores de produção; e (iv) por fim, marcados por crescente instabilidade cambial e financeira, especialmente nos países emergentes.

Neste contexto, foi rompendo-se, desde dentro, o consenso acadêmico e, depois, oficial, em torno da idéia de que a liberalização financeira em curso poderia criar as condições para um novo ciclo de desenvolvimento na periferia. Rodrik (1998) sugeriu, por exemplo, que a abertura financeira não estaria associada a um maior crescimento, ao longo dos anos 1990. Posteriormente, o mesmo autor criticou os desequilíbrios entre os custos institucionais da promoção de reformas liberalizantes e os resultados efetivos em termos de desenvolvimento (Rodrik, 2001). Radalet; Sachs (1998), Furman; Stiglitz (1999) e Stiglitz (2002) questionaram a assimetria de resultados no processo de globalização e a “imparcialidade” do FMI na condução da gestão “política” das crises financeiras dos anos 1990.

Estudos recentes do FMI têm procurado avaliar os impactos da liberalização financeira sobre o crescimento. Em IMF (2001), parte-se da tentativa de mensurar a liberalização, a partir de duas *proxys*: (i) uma medida de caráter qualitativo, baseada na existência ou não de regras restritivas à livre mobilidade de capitais, nos termos reportados pelo “Relatório Anual de Arranjos e Restrições Cambiais”, do próprio Fundo; e (ii) uma segunda medida, quantitativa, dada pela soma dos estoques de ativos e passivos financeiros sobre o PIB, em uma analogia ao indicador de abertura comercial (exportações mais importações sobre o PIB). Neste sentido, um país qualitativamente “fechado”, por apresentar restrições à livre mobilidade de capitais pode ser “aberto” pelo indicador quantitativo, como no caso da China.

Regredindo essas *proxys* contra diversos indicadores de desenvolvimento econômico e financeiro, o Fundo constatou uma “... fraca relação entre crescimento e liberalização da conta capital e, como em outros estudos, tem dificuldade de encontrar relações significativas [entre crescimento e liberalização].”(IMF, 2001:143). Por outro lado, identificou-se um efeito positivo sobre os investimentos e o desenvolvimento do setor financeiro. Os resultados do Fundo também apontaram para a existência de custos não desprezíveis associados à liberalização, em termos de aumento da instabilidade. Buscou-se a explicação para a fraca ligação entre crescimento e liberalização financeira nas falhas institucionais dos países receptores de capital. Quanto mais frágeis as instituições domésticas, especialmente de regulação dos mercados financeiros, maiores os custos potenciais da abertura frente aos benefícios potenciais. Na sequência desse trabalho, um estudo mais amplo (Edison *et. al.* , 2002) também não encontrou vínculos sólidos entre a liberalização financeira e o crescimento dos países em desenvolvimento.

Prasad *et. al.* (2003) aprofundam a análise realizada em IMF (2001) e Edison *et al.* (2002), a partir do estudo sistemático de 76 países industrializados e em desenvolvimento para o período



1960-1999, e de uma extensa revisão da literatura<sup>42</sup>. Concluem haver uma distância não desprezível entre as promessas dos modelos teóricos convencionais e a realidade alcançada pelos países em desenvolvimento. Constatou-se que “... enquanto não há provas nos dados de que a globalização financeira tenha beneficiado o crescimento, há evidências de que alguns países possam ter experimentado como resultado uma maior volatilidade do consumo.” (Prasad *et al.*, 2003: 6). Da mesma forma que no estudo anterior do Fundo, sugere-se que os países com instituições e políticas transparentes e alinhadas às melhores práticas internacionais teriam condições de explorar os benefícios potenciais da integração financeira. Diante da fragilidade das evidências, o otimismo com voluntarismo de mercado (potencializado por pressões políticas vindas de Washington) do início dos anos 1990, foi agora reduzido à constatação de que a “...integração financeira deve ser abordada de forma cautelosa, com boas instituições e arcabouços macroeconômicos vistos como importantes ...” (p.5). E mais, que o tratamento destes aspectos institucionais deveria ser adequado às especificidades de cada país.

Diante dos elos fracos entre liberalização financeira e crescimento e, mais do que isso, o potencial de geração de instabilidade macroeconômica, o FMI voltou a olhar temas tabus, como o controle de capitais, com mais atenção. Ao analisar a efetividade dos controles de capitais, Ariyoshi *et al.* (2000), sugerem que controles temporários podem ser necessários e ter efeitos positivos. Na versão original, da sua Vice-Diretora Gerente, Anne Krueger (2001) de adaptação, para a esfera internacional e para o caso de governos soberanos, da legislação de falências dos EUA, previa, inicialmente, mecanismos de “moratória” como parte de um processo mais amplo de renegociação de dívidas insustentáveis. Nesta mesma linha, o então Diretor do Departamento de Pesquisa do FMI (Rogoff, 2002) sugeriu que, diante das evidências de que o *mix* de benefícios e riscos associados à liberalização financeira não autoriza o otimismo de uma década atrás, deve-se voltar a ter um olhar mais pragmático para temas como o controle de capitais.

É no quadro geral delineado anteriormente que se deve buscar compreender os ciclos econômicos nos países em desenvolvimento em geral, e na América Latina, em particular, bem como os limites e potenciais de suas estratégias econômicas. Isto porque, o desempenho das economias latinas tem sido condicionado pelos movimentos de expansão e contração da liquidez internacional (Thorp, 1998, Bacha, 2002, Cepal, 2002, Unctad, 2003, Ocampo, 2003). Nos anos 1970, o crescimento econômico foi alimentado pela abundância de financiamento externo. A crise da dívida dos anos 1980 lançou a região em uma “década perdida”, marcada pelo baixo crescimento

---

<sup>42</sup> Os autores destacam que dos 14 estudos mais recentes que procuraram avaliar as ligações entre liberalização financeira e crescimento, e que utilizaram os mais variados métodos estatísticos, somente três sinalizaram alguma relação positiva. Em seu próprio estudo, Prasad *et al.* (2003) procuram associar indicadores de abertura financeira (estoques de ativos e passivos financeiros com respeito à renda) com indicadores de crescimento, utilizando diversas variáveis de controle, usuais em estudos de crescimento econômico (escolaridade, qualidade das instituições, nível inicial de renda, etc.). Em todas as regressões os resultados foram considerados decepcionantes.

e pela instabilidade macroeconômica. Nos anos 1990, a alternância nas condições de liquidez no mercado financeiro internacional gerou ciclos curtos de “crescimento com fragilização externa”<sup>43</sup>. Os déficits em transações correntes, que sinalizavam o excesso de absorção doméstica, foram financiados pela entrada autônoma de capitais privados durante a primeira metade da década. Com as recorrentes crises financeiras, somente o investimento direto externo (IDE) manteve-se como fonte estável de financiamento. Os investimentos em portfólio, a emissão de títulos de dívida e os créditos bancários tornaram-se, do ponto de vista dos fluxos líquidos, tendencialmente negativos<sup>44</sup>.

#### 4. Considerações Finais: em busca de alternativas

A estratégia liberal e conservadora<sup>45</sup> adotada até então pelo governo Lula está ancorada nos mesmos parâmetros de política macroeconômica da era FHC – câmbio flutuante com abertura financeira, metas de inflação e política fiscal restritiva – além de não reduzir a vulnerabilidade externa do País, impõe sérias restrições a uma retomada sustentável do crescimento econômico. Além dos limites à expansão do gasto público – sejam institucionais, como a lei de Responsabilidade Fiscal, sejam vinculados ao acordo com o FMI, como o teto de endividamento dos três níveis de governo e as metas de superávit primário –, o regime cambial-monetário, cujos pilares são o câmbio flutuante e as metas de inflação, tem-se revelado perverso do ponto de vista do desempenho do setor real, o que fica evidente na trajetória de alguns indicadores selecionados, apresentados na tabela abaixo.

**Tabela 2. Desempenho do setor real. Indicadores selecionados – 1999-2003**

	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Taxa cresc. PIB real (var. anual)</b>	0,8	4,4	1,4	1,5	0,1*
<b>Taxa de desemprego total (média anual)**</b>	n.d	n.d	n.d	11,7	12,3
<b>Massa de rendimento real (var. anual)</b>	-4,5	3,1	-2,3	-2,5	-8,3
<b>Rendimento médio real (var. anual)</b>	-4,8	-1,1	-3,1	-4,2	-12,4

\* Estimativa

\*\* De acordo com a nova metodologia do IBGE, disponível a partir de 2002

Fonte: IBGE

Essa opção de gestão cambial e monetária tem sido uma tendência geral dos países emergentes após as crises financeiras do final dos anos 1990, que resultaram no colapso dos

<sup>43</sup> O PIB cresceu, em média, 1,5% a.a. nos anos 1980, 3,4% a.a. nos anos 1990, e 0,6% a.a. entre 2001 e 2003. Já a inflação foi de, respectivamente, 176%, 77% e 9%. Estimativa dos autores com base nos dados do World Economic Outlook Database – [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>44</sup> Na segunda metade dos anos 1970, os fluxos privados de capitais afluíram para a América Latina a uma média anual equivalente a 4% do PIB. Com a crise do início dos anos 1980 e a instabilidade macroeconômica, tais fluxos tornaram-se “negativos” (no auge, em 1983, saíram recursos líquidos de cerca de 1,5% do PIB). Na globalização financeira dos anos 1990, os capitais privados retornaram em níveis equivalentes à década de 1970, só que agora muito mais voláteis. Estimativa dos autores com base nos dados do World Economic Outlook Database – [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>45</sup> Liberal, no sentido usualmente empregado na análise econômica, ou seja, de uma certa visão normativa que vê virtudes alocativas superiores em mercados desregulamentados, o que implica uma posição contrária à intervenção do Estado na economia. E conservadora, na medida em que o governo Lula optou por manter intactos os fundamentos de gestão macroeconômica anteriormente utilizados, e que tornam os investimentos sociais e em infra-estrutura um resíduo dos gastos com o serviço da dívida pública.

regimes de câmbio fixo ou administrado vigentes até então<sup>46</sup>. Contudo, deve-se questionar a adequação desse regime cambial-monetário nos países emergentes, como o Brasil, sujeitos a uma alta volatilidade da taxa de câmbio – em função da elevada vulnerabilidade externa e, conseqüentemente, dependência dos fluxos de capitais, que têm natureza igualmente volátil no contexto atual –, a qual dificulta o cálculo econômico de longo prazo. Como ressalta Carneiro (2003): “*As freqüentes mudanças de preços relativos decorrentes da flutuação cambial tornam incertos os cálculos de rentabilidade do IDE (investimento direto externo), porque fazem flutuar o valor dos patrimônios e dos fluxos de rendimentos. Da mesma maneira fazem oscilar os preços das exportações, alterando a sua competitividade*”. Ademais, o alto grau de endividamento em moeda estrangeira dos agentes domésticos torna a estabilidade financeira interna estreitamente vinculada às flutuações cambiais.

O elevado *pass-through* da depreciação cambial à inflação doméstica também dificulta a adoção desse regime cambial-monetário nos países emergentes. Vários estudos têm destacado que os efeitos inflacionários dessa depreciação são maiores nesses países do que nos países desenvolvidos (ver, por exemplo, Corine; McCauley, 2002). Dentre os fatores subjacentes a essa especificidade, vale citar o passado inflacionário, que explicaria a maior indexação dos preços pela taxa de câmbio; o elevado conteúdo importado da produção doméstica; e o menor nível de renda da população, cuja conseqüência seria o maior peso nos índices de preços dos bens – dos quais uma parcela significativa é comercializável e, assim, afetada pelas flutuações da taxa de câmbio –, relativamente aos serviços, que são não-comercializáveis.

No caso do Brasil, o repasse das desvalorizações cambiais para os preços internos é ainda maior devido às regras de reajuste contratual de vários serviços com preços administrados (telefonia, energia elétrica etc), que são indexados ao IGP-DI. Como nesse índice os preços por atacado (IPA) têm peso maior, ele reflete mais rápida e intensamente as variações cambiais. A conseqüência é que parte significativa dos preços dos serviços, que são não-comercializáveis, comporta-se como comercializáveis e são insensíveis à taxa de juros básica. E o peso dos bens com preços administrados no IPCA – índice utilizado como referência do sistema de metas – é significativo, em torno de 28%<sup>47</sup>. Assim, para garantir o cumprimento das metas de inflação em momentos de desvalorização cambial, a política monetária deve ser suficientemente restritiva para provocar contração da demanda agregada, que force as empresas produtoras de bens não-

---

<sup>46</sup> De acordo com Rojas-Suarez (2003): “*Ao lado do problema da volatilidade dos fluxos de capitais, vários países latino-americanos enfrentam restrições que impedem a perseguição de uma política monetária independente no contexto de um regime de câmbio flutuante: (1) a falta da independência efetiva da maioria dos bancos centrais em relação às interferências políticas e (2) o elevado (...) pass-through das variações cambiais sobre a taxa de inflação. Diante dessas restrições, um pequeno mas crescente número de países da região optaram por combinar regimes de câmbio flutuante com metas de inflação.*”.

<sup>47</sup> Aproximadamente, o peso dos comercializáveis é de 40% e dos não-comercializáveis de 32%. Esses pesos sofrem pequenas alterações a cada atualização do IPCA pela Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF).

comercializáveis e aquelas de comercializáveis, que vendem parte da produção no mercado interno<sup>48</sup>, a reduzirem seus preços, mediante cortes nas margens de lucro e/ou nos custos salariais.

Assim, mesmo reconhecendo a gravidade do problema fiscal, defende-se que a vulnerabilidade externa constitui o principal entrave à retomada do crescimento sustentável. Tomando-se o caso brasileiro recente é fácil perceber que em um ambiente de abertura financeira, onde prevalece um regime de câmbio flexível, qualquer distúrbio no Balanço de Pagamentos, especialmente se originado na conta financeira, se traduz em elevada demanda especulativa por dólares. Nestas circunstâncias, a forte depreciação cambial tende a contaminar os preços domésticos, ampliando o potencial de descontrole da inflação e, assim, forçando o governo a manter uma política fiscal e monetária apertada. Com o intuito de reduzir a pressão no mercado cambial, o governo lança mão da emissão de títulos de dívida indexados à variação da taxa de câmbio, o que agrava ainda mais o problema fiscal.

Para reverter tal vulnerabilidade, considera-se aqui que a opção mais adequada seria calibrar o grau de abertura financeira em função do ciclo “*feast or famine*”, que é exogenamente determinado. Assim, estaríamos alinhando o País à estratégia potencialmente “vencedora” sugerida por Dooley *et al.* (2003) e circunstancialmente tolerada por Rogoff (2002), Ariyosh *et al.* (2000) e Krueger (2001). Isto implicaria<sup>49</sup>, além da adoção de mecanismos seletivos de controle sobre a entrada de capitais, nos moldes do Chile (requerimentos de reserva não remunerados e período mínimo de permanência no País, ambos variáveis de acordo com a escassez ou abundância de recursos externos), a imposição de restrições à saída mediante rígido controle sobre a chamada conta CC5, como sugere Carneiro (2003) – que se revela fundamental dado o elevado passivo externo do País – e o retorno dos controles prudenciais sobre o sistema bancário, como os limites à exposição em moeda estrangeira e a proibição de repasse de recursos externos a setores mais expostos às variações cambiais, os quais foram adotados no primeiro governo FHC. Como ressaltam Epstein; Graber; Jomo (2003), em seu minucioso estudo sobre controles de capitais pelos países emergentes, as experiências bem sucedidas – em termos de eficácia dos controles no sentido de atingir os objetivos propostos, como a ampliação da autonomia de política econômica e a redução da instabilidade macroeconômica e da vulnerabilidade externa – de forma geral combinaram controles de capitais *estrito senso* com regras prudenciais mais rígidas sobre as operações com moeda estrangeira pelos bancos.

---

<sup>48</sup> Os preços dos bens comercializáveis em geral são afetados indiretamente pela política monetária restritiva, via apreciação cambial.

<sup>49</sup> Nossas sugestões não são originais, apenas reforçam o que já vem sendo apontado por Batista Jr., Cardim de Carvalho, Sicsú, Oreiro, Ferrari Filho, De Paula, Alves Jr., Leda Paulani, Ferreira de Mendonça, Sobreira, Costa da Silva, Carlos Eduardo Carvalho, Maldonado Filho, dentre outros, cujos trabalhos estão reunidos nos livros organizados por Benecke; Nascimento (2003), Sicsú *et al.* (2003) e Albuquerque; Velloso (2003). Belluzzo e Carneiro avançam no mesmo sentido no “Política Econômica em Foco”, boletim de conjuntura do Instituto de Economia da Unicamp, além de Franklin Serrano e Carlos Medeiros, da UFRJ, que vêm analisando as estratégias periféricas de desenvolvimento. Em manifestações recentes, o professor Sayad tem sugerido um maior ativismo no *front* cambial e Bresser Pereira e Nakano vêm mostrando-se céticos quanto às virtudes das finanças globalizadas e desregulamentadas.

Além disso, haveria de se abandonar a política de “negligência benigna” no *front* cambial, de modo a se evitar qualquer movimento de apreciação substantiva do Real e acumular reservas oficiais suficientemente elevadas para funcionar como um “colchão de liquidez” em divisas. Exatamente porque o desempenho das economias periféricas é mais afetado pelo comportamento da taxa de câmbio, as respectivas autoridades monetárias devem preocupar-se com a trajetória dessa taxa e, assim, intervir no mercado cambial. Essa é a tendência observada em vários países emergentes que também optaram por adotar o regime de câmbio flexível, como a Tailândia, a República Checa e a Polônia (Corine; McCauley, 2003). Ademais, o aumento do estoque de divisas é fundamental para atenuar a vulnerabilidade externa dessas economias, que não emitem moeda conversível internacionalmente.

Evitando a apreciação do Real, potencializar-se-ia o ajuste nos fluxos das contas externas. Menos dependente da entrada de capitais de curto prazo, o governo poderia reduzir de forma mais intensa a taxa básica de juros, o que permitiria uma retomada do crescimento com ganhos paralelos na gestão da dívida pública. Maior crescimento da renda e menor taxa de carregamento implicariam redução da relação dívida/PIB. Reduzida a pressão externa, ampliado o ritmo de crescimento do PIB e com um maior grau de flexibilidade no plano fiscal, o governo poderia atuar de forma mais ativa no enfrentamento das carências sociais e de infra-estrutura que dificultam a retomada de uma trajetória sustentável de desenvolvimento. É importante frisar que tal opção não elimina o risco das crises financeiras. Todavia, a experiência internacional recente sugere que os países que lograram avançar na redução da vulnerabilidade externa têm conseguido crescer mais e de forma mais estável (Dooley *et al.*, 2003, Unctad, 2003, Cepal, 2002, Rodrik, 1998. Sicsú *et al.*, 2003, Bernacke; Nascimento, 2003).

## 5. Referências Bibliográficas

- ALBUQUERQUE, R.C., VELOSSO, J. P. R. *A promoção do desenvolvimento*. São Paulo: José Olympio, 2003.
- ADAMS, C.; MATHIESON, D.; SCHINASI, G. *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, sep., 1999
- ARIDA, P. Por uma moeda plenamente conversível. *Revista de Economia Política*, v.23, n.3 (91), p. 151-154, jul./set., 2003.
- ARIYOSHI, A., HABERMEIER, K., LAURENS, B., OTKER-ROBE, I., CANALES-KRILJENKO, J.I., KIRILENKO, A. *Capital Controls: country experiences with their use and liberalization*. Washington: International Monetary Fund, 2000 (IMF Occasional Paper no. 190).
- BACHA, E.. Do Consenso de Washington ao Dissenso de Cambridge. In BNDES.. *Desenvolvimento em Debate*. Rio de Janeiro: BNDES, 2002.

- BACHA, E.. Reflexões pós-Cepalinas sobre inflação e crise externa. *Revista de Economia Política*, v.23, n.3, p. 143-150, jul./set., 2003.
- BELAISCH, A. *Exchange rate pass-through in Brazil*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2003 (IMF Working Paper, n.141).
- BELLUZZO, L. G. de M.; CARNEIRO, R. O 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.
- BENECKE, D.W., NASCIMENTO, R.. *Opções de Política Econômica para o Brasil*. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2003.
- BIS. *Quartely Review*, Basle: Bank for International Settlements, mar., 2004.
- \_\_\_\_\_. *Quartely Review*, Basle: Bank for International Settlements, dec., 2003b.
- \_\_\_\_\_. *Quartely Review*, Basle: Bank for International Settlements, june, 2003a.
- \_\_\_\_\_. *73st Annual Report*. Basle: Bank for International Settlements, june, 2003b.
- \_\_\_\_\_. *72st Annual Report*. Basle: Bank of International Settlement, june, 2002.
- CARNEIRO, R. A política econômica da era FHC ao governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária. In: REIS VELLOSO, J. P (cood.) *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2003, p. 129-154.
- CEPAL *Growth with stability: financing for development in the new international context*. Santiago, Chile: Comisión para America Latina y Caribe, 2002.
- 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)
- COUTINHO, L; HIRATUKA, C.; SABBATINI, R. *O desafio da construção de uma inserção externa dinamizadora*. Texto produzido para o Seminário Brasil em Desenvolvimento, UFRJ, Rio de Janeiro, set., 2003.
- CUNHA, A. M., PRATES, D. Instabilidade e Crises: os avanços teóricos e os limites políticos para os países periféricos. In FERRAZ, J.C., CROCCO, M., ELIAS, L.M. *Liberalização Econômica e Desenvolvimento*. São Paulo: Editora Futura, 2003.

- 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) ECONOMIST. *And the caravan moves on: financial markets are in a forgiving mood* (Coluna: The dogs bark), 2 de dezembro de 2003 (Economist.com)
- EDISON, H., KLEIN, M., RICCI, L., SLOK, T. *Capital Account Liberalization and Economic Performance: a review of the literature*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2002 (IMF Working Paper n. 120).
- EDWARDS, S. *Capital Controls, Exchange Rate and Monetary Policy in the World Economy*. MA: Cambridge University Press, 1995.
- EDWARDS, S.. Crescimento Econômico na América Latina: desafios para uma nova era. In BNDES. *Desenvolvimento em Debate*. Rio de Janeiro: BNDES, 2002.
- EPSTEIN, G; GRABEL; I; JOMO, K. S. Capital management techniques for development countries in the 90s: seven success stories and lessons for the future. Disponível em: <http://www.networkideas.org>, 2003.
- FARHI, M. As *repercussões da volatilidade financeira*. In: *Política Econômica em Foco n.1*, Boletim Quadrimestral do Centro de Conjuntura (Cecon) do Instituto de Economia da Unicamp (seção III: Moeda e finanças privadas), 2003.
- FRAGA, Érica. Emissão de emergentes foi recorde em 2003. *Folha de São Paulo*, 15/02/04 p.B4.
- FREITAS, M. C; PRATES, D. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e Sociedade*, n.17, p.81-111, 2001.
- FURMAN, J., STIGLITZ, J. E. Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia. *Brookings Papers on Economic Activity*, n.2, p. 1-135, 1998.
- 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](http://www.bndes.gov.br).
- GOLDSTEIN, M. *Debt Sustainability Brazil and the IMF*. Washington, DC: Institute for International Economics, feb., 2003 (Working Papers n. 03-1).

- IFF. *Capital flows to emerging market economies*. Washington D.C.: Institute of International Finance, jan., 2004.
- IMF. *World Economic Outlook*, october. Washington: International Monetary Fund, 2001.
- \_\_\_\_\_. *World Economic Outlook*, october. Washington: International Monetary Fund, 2002
- \_\_\_\_\_. Global financial Stability. Washington D.C.: International Monetary Fund, june, 2003b.
- \_\_\_\_\_. *Global Financial Stability Report*, march. Washington: International Monetary Fund, 2003a.
- KRUEGER, A. O. *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Speech at the National Economists' Club Annual Members' Dinner American Enterprise Institute, Washington DC, 2001.
- LACHMAN, D. Liquidez triunfa sobre fundamentos. *Valor Econômico*, p. A11, 3/12/2003.
- MATHIESON, D. J; SCHINASI, G. *International Capital Markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, July, 2001
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. Política Econômica e Reformas Estruturais. Brasília: Ministério da Fazenda, 2003.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. Roteiro para uma Nova Agenda de Desenvolvimento Econômico. Brasília: Ministério da Fazenda, 2003b.
- MOREIRA, M.M., NAJBERG, S.. Abertura Comercial: Criando ou Exportando Empregos? Rio de Janeiro: BNDES, 1998. (Texto de Discussão). Disponível em: [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br).
- OCAMPO, J. A. *Latin America's growth frustrations: the macro and mesoeconomic links..* Seminar on Management of Volatility, Liberalization and Growth in Emerging Markets. Santiago, Chile: Comisión Económica para América Latina y Caribe, 2003.
- OCDE. *OECD Economic Survey: Brazil 2000 – 2001*. Geneva: Organisation for Economic Cooperation and Development, 2001.
- PAULA, J. A.. *A Economia Política da Mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula*. Belo Horizonte: Editora Autêntica, 2003.
- PAVINI, A. O Brasil na onda dos emergentes. *Valor Econômico*, p. B1, 20 de outubro de 2003.
- PETTIS, M. Bons mercados fazem boa economia? *Valor Econômico*, 1º caderno, 7/11/2003.
- PRATES, D. M. A insustentabilidade do ajuste externo. In: *Política Econômica em Foco*, n.2 – Boletim Quadrimestral do Centro de Conjuntura do Instituto de Economia da Unicamp, maio/ago., 2003b (Seção II – Balanço de Pagamentos).



- \_\_\_\_\_. A permanência da vulnerabilidade externa. In: *Política Econômica em Foco*, n.1 – Boletim Quadrimestral do Centro de Conjuntura do Instituto de Economia da Unicamp, maio/ago., 2003a (Seção II – Balanço de Pagamentos).
- PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S., KOSE, M. A.. *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, 2003.
- RADALET, S., SACHS, J. D. *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*. Brookings Papers on Economic Activity, Washington, DC: Brookings Institution, n.1., 1998.
- RODRIK, D.. *Who needs capital-account convertibility?* 1998 (<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>)
- \_\_\_\_\_. *The developing countries hazardous obsession with global integration*, 2001. (<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>)
- ROGOFF, K. Rethinking Capital Controls: When Should We Keep an Open Mind? *Finance and Development*, Washington, DC, v. 39, n. 4, 2002.
- ROJAS-SUAREZ, L. Monetary policy and exchange rates: guiding principles for a sustainable regime. In: KUCZNSKI, P.P; WILLIAMSON, J. *After the Washington Consensus: restarting growth and reform in Latin América*. Washington: Institute of International Economics, 2003.
- SARTI, F.; SABATINI, R. *Conteúdo tecnológico do comércio exterior brasileiro*, Instituto de Economia, Unicamp, 2003 (Trabalho não publicado);
- 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.
- STIGLITZ, J. E. *A globalização e seus malefícios*. São Paulo: Futura, 2002.
- THORP, R. *Progress, poverty and exclusion: an economic history of Latin America in the 20th century*. Washington, DC: Inter-American Development Bank, 1998.
- UNCTAD. *World Investment Report*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 2003.
- WILLIAMSON, J. Is Brazil Next? *International Economics Policy Briefs*, august. Washington, DC: Institute for International Economics, 2002.
- WORLD BANK. *Global Development Finance*. Washington, DC: World Bank, 2000.
- \_\_\_\_\_. *Globalization, growth and poverty*. Washington: World Bank, 2001.