

Sessões ordinárias – Área 2: História Econômica e Economia Brasileira

2.3 - Economia Brasileira Contemporânea

A diminuição da vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira nos anos 2000¹.

Resumo: O objetivo desse trabalho é apresentar a vulnerabilidade externa, baseada na esfera financeira, decorrente dos estoques externos (Posição Internacional de Investimentos) e dos fluxos de rendas gerados pelos mesmos. Para tanto, analisaremos a economia brasileira no início dos anos 2000, marcada pela inserção externa através da abertura da conta de capitais, que levou a uma situação de excesso de entrada de recursos estrangeiros, permitindo ao mesmo tempo a formação de reservas internacionais - que tendem a melhorar a solvência externa – com a apreciação cambial – que tende a piorar os *déficits* das transações correntes. Tal efeito contraditório sobre as contas externas parece ter levado a diminuição da vulnerabilidade externa da economia brasileira, conforme se evidenciou na crise global de 2008, por conta de uma nova composição da Posição Internacional de Investimentos, já que os passivos externos denominados em moeda doméstica passaram a representar 80% do total, e estes tendem a sofrer uma dupla desvalorização (câmbio e preços) em momentos de crise. Ao mesmo tempo, aponta-se que as rendas líquidas enviadas ao exterior no período atingiram o valor de 234 bilhões dólares, porém, o *déficit* acumulado em transações correntes foi de 38 bilhões, enquanto a variação da Posição Internacional de Investimentos foi de -324 bilhões de dólares, sendo uma evidência de que as alterações de preços dos estoques externos passam a ser a variável mais importante nas variações de valor dos mesmos.

Palavra-chave: Posição Internacional de Investimentos, vulnerabilidade externa, balanço de pagamentos, transações correntes, economia brasileira.

Abstract: The aim of this paper is to present the external vulnerability, based on the financial sphere, due to external stocks (International Investment Position) and flows of revenues generated by them. We will analyze the Brazilian economy in the early 2000s, marked by insertion through the external opening of the capital account, which led to a situation of excess entry of foreign funds, while allowing the formation of international reserves - which tend the best external solvency - with appreciation - which tends to worsen the current account deficits. This contradictory effect on external accounts appears to have led to reduced external vulnerability of the Brazilian economy, as evidenced in the 2008 global crisis, because of a new composition of the International Investment Position, as the external liabilities denominated in domestic currency passed accounting for 80% of the total, and these tend to suffer a double devaluation (currency and prices) in times of crisis. At the same time, it is noted that the net income sent abroad in the period amounted to 234 billion dollars, however, the cumulative current account deficit was 38 billion, while the variation of the International Investment Position was -324 billion dollars, and evidence that changes in prices of foreign stocks become the most important variable in the variations of foreign stocks value.

1. Introdução

Dentro de um contexto caracterizado pelo processo mais amplo de globalização financeira, o âmbito doméstico nos anos 2000 foi marcado pela abertura da conta de capitais que inseriu diretamente o Brasil ainda mais na liberalização financeira ocorrida no mundo. Dessa forma, observou-se uma expressiva entrada de capitais de caráter mais especulativo e volátil na economia nacional, resultando num grande aumento do passivo externo líquido, sugerindo uma piora da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Entretanto, o governo federal pode responder à crise de 2008 adotando medidas monetárias e fiscais anticíclicas, possibilitando uma recuperação, relativamente, rápida da economia doméstica. Tal fato

¹ Paulo Van Noije, Doutorando em Teoria Econômica pela Unicamp.

sugere o oposto, ou seja, uma melhora na situação da vulnerabilidade externa brasileira.

Essa questão da vulnerabilidade externa é um dos assuntos mais tratados na área econômica e existem diversas esferas em que se manifesta: comercial, produtiva-tecnológica e monetária-financeira. Contudo, geralmente as análises sobre o tema são focadas na questão do comércio exterior, sendo que muitos modelos de crise do balanço de pagamentos consideram as rendas líquidas enviadas como nulas. Dessa maneira, partindo da análise da **esfera financeira**, pretende-se fazer justamente o oposto, inferindo-se de que forma a composição dos estoques externos e de sua interação com as rendas enviadas/recebidas do exterior influenciam a vulnerabilidade externa.

No Brasil, em termos históricos, pode-se observar que a economia é estruturalmente *deficitária* em rendas. Esses recursos enviados ao exterior originam uma permanente necessidade de geração de divisas; geralmente não satisfeita através de *superávits* da balança comercial e de serviços, fazendo com que o país fique dependente do financiamento externo para fechar suas contas externas, se constituindo essa condição, portanto, em uma das causas da vulnerabilidade externa brasileira, sobretudo em momentos de reversão do contexto internacional em que uma situação de abundância de liquidez se modifica para uma de escassez de liquidez.

Pode se considerar que a acumulação de um passivo externo líquido elevado significa o aumento da vulnerabilidade externa, ou seja, a diminuição do poder efetivo e uma perda de autonomia na política econômica. Porém, além dessa análise quantitativa, também é necessário uma análise qualitativa dos estoques externos, através da apreciação de sua composição.

Sobretudo diante do fato de que a dinâmica de evolução dos estoques externos passa a depender cada vez mais das mudanças dos preços dos estoques, no sentido de que esta variação de valor adquire certa autonomia em relação aos saldos das transações correntes. Tal processo pode ser considerado um dos exemplos mais bem acabados da criação de capital fictício em Marx, no sentido de que a valorização do capital fica crescentemente relacionada com a variação de preço dos ativos, ou seja, no esquema D-D' preconizado pelo autor.

A contradição sobre a vulnerabilidade externa da economia brasileira levantada no primeiro parágrafo deve ser analisada pela ótica de uma importante transformação verificada nas contas externas, ou seja, ocorreu uma mudança significativa na composição da Posição Internacional de Investimentos (PII), no sentido de que diminuiu os passivos externos denominados em moeda estrangeira, ficando menores do que as reservas internacionais, e aumentou a participação dos passivos externos denominados em moeda doméstica. Estes tendem a sofrer uma dupla desvalorização² em momentos de crises, portanto, a variação de preços dos estoques externos se mostra benéfica para o país nos momentos de maiores dificuldades.

Dessa maneira, o objetivo desse trabalho é analisar como evolui a vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas da economia brasileira no início dos anos 2000. Para tanto, além dessa seção

² Dupla desvalorização pelo efeito câmbio e pelo efeito preço.

introdutória, esse trabalho se organiza em mais oito seções. A próxima seção apresenta uma estruturação e os determinantes da evolução da Posição Internacional de Investimentos. Na segunda seção é apresentado o conceito de vulnerabilidade externa utilizado nessa pesquisa. Na terceira seção, observamos brevemente o processo de liberalização financeira ocorrido no plano mundial e no doméstico. Na quarta seção é exibida a evolução da PII ao longo do período 2001-2009, enquanto na quinta vemos as rendas enviadas e recebidas, na sexta a rentabilidade da PII e na sétima seção uma análise dos fatores que levaram a evolução da PII ao longo do período estudado. Por fim, na última seção são tecidas as considerações finais.

1. Posição Internacional de Investimentos: estrutura e determinantes de sua evolução

Apresentamos abaixo a Estrutura da Posição Internacional de Investimentos (PII). A PII é igual à diferença entre os ativos externos brutos de um país e seus passivos externos brutos³. O cálculo e a apresentação da PII seguem a metodologia da quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 71-72). A categorização dos estoques de ativos e passivos na PII corresponde aos componentes da conta financeira do balanço de pagamentos (BP)⁴: investimento direto, investimento em portfólio, derivativos e outros investimentos.

Estrutura da Posição Internacional de Investimento (PII)

$$PII = \text{Ativo Externo Bruto (A)} - \text{Passivo Externo Bruto (B)}$$

(A) Ativo Externo Bruto	(B) Passivo Externo Bruto
<ul style="list-style-type: none"> • Investimento direto no exterior • Investimento em carteira • Derivativos • Outros Investimentos • Ativos de Reservas 	<ul style="list-style-type: none"> • Investimento direto estrangeiro • Investimento em carteira • Derivativos • Outros Investimentos

Fonte: Banco Central; (Elaboração própria)

O BP registra os **fluxos** entre o país e o exterior num determinado período contábil, ou seja, as transações efetivas entre residentes e não residentes da economia doméstica, geralmente em um ano. Já a PII complementa o BP, através do balanço de **estoques**. Seu objetivo é apresentar, a cada ponto no tempo, o total de ativos e passivos financeiros externos de uma economia⁵ (FMI, 1993).

Tradicionalmente não se utiliza o termo Posição Internacional de Investimentos nas discussões sobre os estoques externos, sendo primordialmente empregado o termo Passivo Externo Líquido (PEL). Existem duas maneiras diferentes de se calcular o PEL:

³ “Total de débitos do país, que equivale ao passivo externo bruto, denominado como o montante de compromissos acumulados em moeda forte. Esse passivo engloba não só o acumulado da dívida externa mas também o estoque de investimentos estrangeiros (diretos e portfólio). O conceito de passivo líquido leva em conta os ativos dolarizados do país, como reservas cambiais e os depósitos brasileiros no exterior [...]” (LACERDA, 2009: 112).

⁴ Uma única diferença é a inclusão das reservas internacionais no item “Ativos de Reservas”.

⁵ O cálculo da PII é relativamente recente, advindo de instruções da quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional, que retirou do contexto do balanço de pagamentos os lançamentos relativos à alocação dos Direitos Especiais de Saque (DES), à monetização de ouro e às reavaliações de ativos. Tais lançamentos tiveram como contrapartida a criação da Posição Internacional de Investimentos, que os registram no seu balanço de estoques (CYSNE, 2008: 2).

a) PEL1: O Passivo Externo Líquido 1 é calculado como igual ao *déficit* acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos (DCCA); sendo que no caso brasileiro tal valor é acumulado do início de 1947 em diante⁶ (CYSNE, 2008: 1). Dessa maneira, podemos considerar o PEL1 como uma aproximação do Passivo Externo Líquido, porém, com a vantagem de facilitar os cálculos de sua elaboração.

b) PEL2: O Passivo Externo Líquido 2 é calculado como o estoque do passivo externo menos o estoque do ativo externo, ou seja, o simétrico, ou oposto, da Posição Internacional de Investimento⁷, de forma que o $PEL2 = -PII$, ou $PII = -PEL2$ ⁸ (CYSNE, 2008: 1).

Logo, para explicarmos os conceitos de passivos externos líquidos (PEL1 e PEL2) e da Posição Internacional de Investimentos, utilizaremos as seguintes igualdades:

- (1) $STC_t = -SCF_t$
- (2) $\Delta PEL1_t = SCF_t = -STC_t$
- (3) $-\sum_{j=1} STC_j = PEL1 = DCCA$
- (4) $PEL2 = PEL1 + V$, ou, $PEL2 = DCCA + V$
- (5) $A_{ext} - P_{ext} = PII = -PEL2$
- (6) $PEL2 = P_{ext} - A_{ext}$

X_t : Variável X no período t

STC: saldo em transações correntes

SCF: saldo na conta financeira

PEL: Passivo Externo Líquido

PEL1: Passivo Externo Líquido1

PEL2: Passivo Externo Líquido2

DCCA: déficit acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos

A_{ext} : Estoque de Ativos Externos

P_{ext} : Estoque de Passivos Externos

V: valorizações ou desvalorizações de ativos externos e passivos externos; monetizações ou desmonetizações de ouro; e alocações ou cancelamentos de DES.

PII: Posição Internacional de Investimento

Dessa maneira, com foco na questão do passivo externo líquido, identificamos por (1) que o saldo em transações correntes é igual o inverso da conta financeira, ou seja, um *déficit* em transações correntes no ano t, por exemplo, é financiado pela entrada de capitais estrangeiros no ano t, gerando, conforme observamos em (2), um aumento do passivo externo líquido 1 (PEL1) no ano t⁹. Vale à pena observar que os fluxos financeiros por si só não alteram o saldo da PII¹⁰.

⁶ O motivo pelo qual se começa a contabilizar os *déficits* das transações correntes a partir do ano de 1947 reside no fato de que é a partir desse ano que o BC do país disponibiliza os dados do BP brasileiro. Além disso, é suposto, por simplificação, um passivo externo líquido igual a zero no final de 1946 (SIMONSEN & CYSNE, 2007).

⁷ Portanto, dada a semelhança entre ambos, já que um apenas é inverso do outro, usaremos nessa análise tanto o PEL como a PII.

⁸ Dessa maneira, além de retratar, como o PEL1, o histórico das transações correntes do país, o PEL2 incorpora os efeitos das alterações de valor e de quantidade, dos passivos e ativos externos.

⁹ Vale ressaltar que caso não ocorra um *superávit* na conta financeira, no ano t, no mesmo montante do *déficit* em transações correntes, no ano t, provavelmente são utilizadas as reservas internacionais (pode ocorrer também o não pagamento, ou seja, uma moratória) para suprir essa diferença, fato que também gera um aumento do passivo externo líquido, pela diminuição do ativo externo bruto.

¹⁰ Isso fica evidente ao analisarmos, por exemplo, uma entrada de divisas decorrente de um investimento estrangeiro na Bolsa de Valores doméstica quando as transações correntes estão em equilíbrio, sendo utilizadas, portanto, na

Já por (3), o PEL1 pode ser entendido como o *déficit* acumulado¹¹ na conta corrente (DCCA) do balanço de pagamentos, ou seja, podemos perceber que o somatório (do oposto) dos saldos em conta corrente geram o Passivo Externo Líquido 1, retratando a parcela do PEL de uma economia que se explica unicamente em função do histórico de transações entre residentes e não residentes (CYSNE, 2008).

Entretanto, conforme (4), o PEL1 e o PEL2 só serão iguais¹² caso não ocorram às variações “V”: valorizações ou desvalorizações de ativos e passivos; monetizações ou desmonetizações de ouro; e alocações ou cancelamentos de DES.

Assim, devemos lembrar que são as movimentações pelo lado financeiro do balanço de pagamentos que causam modificações nas posições patrimoniais, e representam transformações de estoque ou riqueza, afetando a contabilidade da PII; essas movimentações alteram o **saldo** do passivo externo líquido quando representam uma capacidade (*superávit*) ou necessidade (*déficit*) de financiamento decorrente das transações correntes. Entretanto, como foi ressaltado, nem todas as mudanças patrimoniais decorrem de transações no BP, já que uma parte delas pode ser derivada das mencionadas variações (“V”) de valor. Explicaremos adiante como elas se configuram¹³, o que será feito pela avaliação das seguintes identidades¹⁴, que ligam as diferentes contas da PII em dois pontos distintos no tempo:

$$(7) \quad A_0 + VAA + OMV + GDN = A_N$$

$$(8) \quad A_N - A_0 = VAA + OMV + GDN$$

$$(9) \quad A_i = P_i \times Q_i$$

A_0 e A_N : valores do ativo ou passivo na estatística de PII em um momento inicial ($i=0$) e em outro final ($i=N$)

P_i : preço do ativo em um momento i

Q_i : quantidade do ativo em um momento i

VAA: valor associado às quantidades de ativo adquirido ou cedido nas transações, registrado no BP

OMV: valor associado a outras mudanças do volume do ativo

GDN: valor do ganho de detenção nominal do ativo

formação de reservas internacionais. Neste caso, a transação tem um efeito nulo (este efeito nulo no saldo da PII ocorre no momento da operação. Posteriormente, podem ocorrer variações no saldo da PII decorrentes de mudanças nos preços em que são denominados os ativos e passivos externos) no saldo da PII, já que o aumento do passivo externo decorrente dessa operação, contabilizado como “Investimento em carteira”, é igual ao aumento do ativo externo ocasionado pela formação de reservas internacionais.

¹¹ Um *superávit* acumulado em conta corrente implica um Passivo Externo Líquido 1 negativo.

¹² Dessa maneira, pode-se dizer que a variável PEL1 é mais fácil de ser calculada do que o PEL2, já que basta somar os saldos das transações correntes disponíveis no Banco Central para obtê-la, fazendo com que seja a variável tradicionalmente mais utilizada nos manuais de macroeconomia na discussão sobre os determinantes do passivo externo líquido. Entretanto, apesar das dificuldades inerentes à obtenção dos valores do PEL2 (-PII), acreditamos que a utilização de seus valores retrata de forma mais correta a evolução da PII, sobretudo porque, conforme apresentaremos adiante, as variações “V” passam a ser mais importantes do que os saldos em transações correntes para explicar os valores dos estoques externos.

¹³ Outro detalhe que deve ser ressaltado é a diferença entre o fluxo de rendas gerado por um estoque de passivo/ativo externo e a variação de valor do mesmo. Para a explicação desses conceitos, utilizaremos um exemplo: supondo o passivo externo no começo de um período composto por um investimento em ações por parte de estrangeiros no valor de 100 unidades monetárias. Caso no final do período essas ações valham 120, e gerem dividendos de 12, podemos considerar que o fluxo de rendas foi de 12 (dividendos) e a variação de valor (“V”) do estoque de 20 (120 – 100) unidades monetárias.

¹⁴ Baseadas em ARAUJO (2008: 271-273).

Assim, podemos considerar a variação de uma conta da PII num intervalo “n” como sendo igual a (8), ou seja, por “ $A_N - A_0$ ”, decorrente da possibilidade de alterações em três variáveis, que são:

a) VAA: “[...] *representam fluxos financeiros explicitados nas transações da conta financeira do BP* [...]” (ARAÚJO, 2008: 272). Portanto, são aquelas variações na PII causadas pelo volume de ativos/passivos adquiridos e cedidos e que podem ser captadas pela análise do BP, como, por exemplo, um aumento do passivo externo decorrente da contração de um empréstimo, por parte de um residente, em um banco estrangeiro. Outro caso são as entradas de investimentos estrangeiros diretos, que são captadas nos fluxos do BP e também elevam o passivo externo.

b) OMV: são decorrentes de variações no volume de ativos, e não captados pelo BP (ARAÚJO, 2008: 272), dentre as quais podemos citar: alocação e o cancelamento dos direitos especiais de saque do FMI; cancelamento de débitos; monetização e a desmonetização de ouro; lançamentos de contrapartida; reclassificações; e medidas de erro (ARAÚJO, 2008: 273).

c) GDN: são os ganhos com a detenção de ativos financeiros e não financeiros decorrentes de variações nos preços (ARAÚJO, 2008: 270-273), dentre eles, a variação da taxa de câmbio. Assim, “[...] *os GDN de ativos e passivos financeiros cujos valores são fixados em termos monetários são sempre nulos* [...]” (ARAÚJO, 2008: 271), como, por exemplo, as dívidas contraídas em dólar, já que essa é a moeda de referência na qual se calcula a PII brasileira. Um exemplo de GDN que não é nulo ocorre nos investimentos em Bolsas de Valores, já que os estoques sofrem variações de valor conforme as modificações das cotações das ações.

Assim, verificamos por (9) que os valores do ativo ou passivo na estatística da PII sofrem alterações decorrentes de mudanças nas quantidades e/ou nos preços. Como podemos perceber, as OMV e as VAA são causadas por modificações nas quantidades. Já as GDN são acarretadas por reavaliações nos preços¹⁵.

De tal modo, ao analisarmos a identidade (4) ($PEL2 = PEL1 + V$), podemos perceber que o PEL1 é afetado pelas VAA ($\sum VAA = PEL1$), enquanto OMV e GDN geram “V” ($OMV + GDN = V$), que são as valorizações ou desvalorizações de ativos e passivos, monetizações ou desmonetizações de ouro, e alocações ou cancelamentos de DES¹⁶. Destes três itens, segundo Cysne 2008,

[...] o mais importante tende a ser o de valorização/desvalorizações, que inclui as reavaliações devidas às modificações de paridade entre a moeda na qual se expressa o balanço e a moeda subjacente na qual se denominam as respectivas aplicações financeiras, reservas internacionais incluídas [...] (CYSNE, 2008: 2).

¹⁵ Consequentemente, levando-se em conta os efeitos das VAA, GDN e OMV (respectivamente na citação a seguir), podemos considerar que “A change in stocks during any defined period can be attributable to transactions (flows); to valuation changes reflecting changes in exchange rates, prices, etc.; or to other adjustments (e.g., uncompensated seizures) (FMI, 1993: 6)”.

¹⁶ DES: Direito Especial de Saque (FMI, 1993)

Assim sendo, percebemos que o GDN é a variação (“V”) mais relevante; e, considerando que as OMV apresentam variação pouco expressiva¹⁷, atribuiremos valor zero para essa variável no restante dessa pesquisa¹⁸, e nos concentraremos na discussão do GDN e das VAA¹⁹.

2. A Vulnerabilidade Externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de Rendas

Segundo Reinaldo Gonçalves,

[...] vulnerabilidade externa é a probabilidade de resistência a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos (GONÇALVES, 1999:59).

Existem diversas esferas em que a vulnerabilidade externa se manifesta: comercial, produtiva-tecnológica e monetária-financeira. Essa questão da vulnerabilidade externa é um dos assuntos mais tratados na área econômica. Contudo, geralmente as análises sobre o tema são focadas na questão do comércio exterior (GONÇALVES, 2005), sendo que muitos modelos de crise do balanço de pagamentos consideram as rendas líquidas enviadas como nulas (GONÇALVES, 1998). Dessa maneira, partindo da análise da **esfera financeira**, pretende-se fazer justamente o oposto, inferindo-se de que forma a interação entre os estoques externos e as rendas enviadas/recebidas do exterior influenciam a vulnerabilidade externa.

No Brasil, em termos históricos, pode-se observar que a economia é estruturalmente *deficitária* em rendas²⁰. Esses recursos enviados ao exterior originam uma permanente necessidade de geração de divisas; geralmente não satisfeita pelo “lado real²¹” da economia (através de *superávits* da balança comercial e de serviços), fazendo com que o país fique **dependente** do financiamento externo para fechar suas contas externas, se constituindo essa condição, portanto, em uma das causas da vulnerabilidade externa brasileira, sobretudo em momentos de reversão do contexto internacional em que uma situação de abundância de liquidez se modifica para uma de escassez de liquidez.

Dessa forma, um dos elos mais importantes dessa interação entre fluxos e estoques está na sua **circularidade**, ou seja, a Posição Internacional de Investimentos negativa causa uma saída de rendas, e este fluxo está diretamente relacionado com o aumento do passivo externo.

Assim, pode-se considerar que um importante fator definidor da vulnerabilidade externa, sob a ótica do presente estudo, são os desequilíbrios entre os estoques de passivo e ativo externo, que geram fluxos de rendas registrados no balanço de pagamentos (BP), acabando por condicionar o lado real e financeiro das outras contas do BP, especialmente no caso dos *deficitários* em rendas, muitas vezes obrigados a atrelar suas estratégias de inserção externa à necessidade de geração de divisas para fazer frente aos desequilíbrios entre seus passivos e ativos externos.

¹⁷ De acordo com ARAUJO (2006: 7).

¹⁸ Como $V = OMV + GDN$, logo, se $OMV = 0$, $V = GDN$.

¹⁹ Relembrando que as VAA representam fluxos financeiros explicitados nas transações da conta financeira do BP, porém, como já foi ressaltado, são os saldos das transações correntes que determinam a necessidade ou capacidade de financiamento do país (para maiores detalhes sobre os determinantes dos saldos em transações correntes consultar os manuais de macroeconomia, como, por exemplo, (SIMONSEN & CYSNE (2007)).

²⁰ De acordo com dados do Banco Central, em todos os anos a partir de 1947 ocorreram saídas de rendas maiores do que entradas, ou seja, em todos os anos a partir de então ocorreram *déficits* nessa conta das transações correntes (obs: o ano de 1947 é o primeiro em que o Bacen disponibiliza dados para essa conta).

²¹ Considerando as rendas como o “lado financeiro”.

Assim o sendo, para se analisar de que forma as rendas enviadas/recebidas são determinadas é fundamental levar em conta os estoques dos passivos e ativos externos, em termos de: a) suas magnitudes; b) suas rentabilidades; c) suas tendências de valorização/desvalorização²².

Na seção anterior foram apresentados os fatores que levam a formação das magnitudes dos estoques externos, principalmente determinadas pelos saldos em transações correntes e pelas tendências de valorização/desvalorização desses estoques. Além disso, deve-se considerar não apenas as magnitudes dos valores acumulados, como também, as rentabilidades observadas dos mesmos. Até porque, por exemplo, um país pode ter um ativo externo menor que o passivo externo e mesmo assim obter uma entrada líquida de rendas devido a uma rentabilidade mais elevada daquele em relação a este²³.

Além disso, pode-se observar outra questão que envolve os estoques externos, como no trecho seguinte,

[...] A acumulação de ativos ou passivos promove igualmente a criação e distribuição de uma outra substância, mais dificilmente mensurável (e cujo nome é quase um tabu entre economistas), e que vem a ser o poder político [...] (MACEDO e SILVA & DOS SANTOS, 2008: 15).

Portanto, pode se considerar que a acumulação de um passivo externo líquido elevado significa o aumento da vulnerabilidade externa (CARNEIRO, 2002), ou seja, a diminuição do poder efetivo e uma perda de autonomia na política econômica²⁴.

Dessa maneira, é importante analisar o que leva a formação de uma PII desfavorável. Conforme apresentado na seção anterior, podemos apontar dois fatores principais, que são os *déficits* em transações correntes e variações de valor dos próprios estoques externos. Iremos apresentar esses dois fatores, ressaltando que a literatura tradicional costuma priorizar o primeiro fator.

Dessa forma, a ortodoxia atribui o aumento do passivo externo líquido (PEL1) a um excesso de gasto doméstico sobre a renda doméstica, conforme o trecho,

[...] Em particular, o PEL1²⁵ se eleva se, e somente se, a absorção líquida de bens e serviços de certa economia se mostra, durante o período contábil em questão, superior ao Produto Nacional Bruto (PNB) medido a preços de mercado. Ou, equivalentemente, se o país absorve poupança externa, investindo mais do que poupa internamente (CYSNE, 2008: 4).

Entretanto, nem todos os economistas preferem enfatizar a associação de que um *déficit* em transações correntes significa um excesso de investimento sobre a poupança, tampouco destacar outra causa,

²² Talvez o melhor exemplo de variação de valor do estoque de passivo externo no Brasil é a mudança gerada pelas oscilações nos índices das Bolsas de Valores, que alteram o valor dos estoques dos investimentos estrangeiros em carteira.

²³ Tal fato ocorreu, por exemplo, nos Estados Unidos no ano de 2000. Os haveres dos Estados Unidos no resto do mundo (ativo externo) somavam 3.488 bilhões de dólares, enquanto os haveres do resto do mundo nos Estados Unidos (passivo externo) eram de 6.446 bilhões de dólares (DUMÉNIL & LÉVY, 2005: 96-97). Entretanto, ocorreu uma entrada de rendas de 353 bilhões de dólares, enquanto que as saídas de rendas desse país foram de apenas 331 bilhões de dólares. Ou seja, não obstante os Estados Unidos ostentarem um passivo externo maior que o ativo externo, ocorreu uma entrada líquida de rendas no ano de 2000 devido ao diferencial de rentabilidade entre os ativos e passivos externos. Portanto, essa economia apresentou o que chamaremos de um Efeito Rentabilidade favorável.

²⁴ “[...] o conceito de vulnerabilidade externa nos remete ao conceito de poder no sistema internacional. O poder efetivo é inversamente proporcional à vulnerabilidade externa [...]” (GONÇALVES, 2005: 20).

²⁵ PEL1: Passivo Externo Líquido (obtido através de metodologia que soma os saldos em transações correntes (CYSNE (2008)).

ou seja, em um excesso de demanda interna²⁶ sobre a oferta doméstica, como fica evidente pelo trecho a seguir,

[...] em determinado instante do tempo, o país pode ser superavitário em termos de balança comercial e serviço de não fatores, isto é, consumir menos do que produz e, apesar disso, o saldo em transações correntes, como definido, ser deficitário, devido ao pagamento de juros (**ou melhor, pagamento de rendas**). Ou seja, o país realiza uma transferência líquida de recursos ao exterior, mas esta pode ser insuficiente para compensar a renda líquida enviada ao exterior [...] (GREMAUD, 2009: 276; a parte grifada foi um acréscimo nosso).

Apesar das duas visões (Cysne e Gremaud) estarem corretas, elas evidentemente destacam aspectos diferentes. Assim, o sentido que conferem ao *déficit* das transações correntes acaba sendo muito distinto. No primeiro caso, para Cysne, é enfatizado um excesso de gastos sobre a renda. Já no segundo, para Gremaud, percebe-se que as rendas líquidas enviadas ao exterior são muito importantes na análise desse *déficit* externo.

Desta maneira, nos parece fundamental analisar a identidade obtida em ARAUJO (2008),

$$(10) \quad RD = Y - RL = PNB$$

RD: Renda Doméstica

Y: Produto

RL: Renda Líquida Enviada

PNB: Produto Nacional Bruto

Como fica evidente em Cysne, o *déficit* nas transações correntes só ocorrerá caso a absorção de bens e serviços seja superior ao Produto Nacional Bruto (PNB). Contudo, o ponto que se tenta destacar, através de (10), é que o PNB é afetado pela renda líquida enviada ao exterior (RL). Ou seja, nas análises²⁷ que se referem a uma “insuficiência de poupança doméstica” como a causa do desequilíbrio das transações externas, não se encontra a devida ênfase na “despoupança” causada pela RL.

Entretanto, essa Posição Internacional de Investimentos desfavorável (passivo externo líquido elevado) gera uma “fuga/transferência de excedente” da economia doméstica para a estrangeira, através dos pagamentos dos fluxos de rendas gerados por esses estoques externos, ou seja, permitindo que se levante a hipótese de que a PII desfavorável esteja, em algum grau, na causa da “insuficiência de poupança doméstica”, e não que seja uma consequência da mesma²⁸.

Dessa maneira, após a discussão dos efeitos dos *déficits* das transações correntes - e suas eventuais causas - sobre a evolução desfavorável da PII, nos concentraremos no segundo aspecto levantado, ou seja,

²⁶ Lembrando que o investimento é um dos componentes da demanda.

²⁷ Essa discussão poderia ser tratada como um simples manuseio de identidades, contudo, não o é. As implicações decorrentes da mesma são muito importantes. Afinal, quando se trata os *déficits* nas transações correntes unicamente como um excesso de investimento sobre a poupança, temos a impressão de uma economia que está sendo ajudada através dos ingressos estrangeiros, ou, dito de outra maneira, pode-se considerar essa economia como “perdulária”, vide as “receitas” de melhoria das contas externas preconizadas pelo FMI

²⁸ Portanto, se atentarmos ao fato de que a interação entre a PII com as rendas líquidas enviadas ao exterior exerce grande influência sobre a vulnerabilidade externa, o enfoque da discussão passa a ser outro, já que esses rendimentos decorrentes dos estoques de ativos e passivos externos podem ser analisados como na origem da permanente necessidade de geração de divisas, e por uma persistente perda de renda por parte dos países deficitários em rendas, acentuando ou até mesmo causando a situação de “insuficiência de poupança”. A idéia implícita nesse raciocínio é de que as entradas de divisas ocasionadas pelos financiamentos externos e as saídas por conta das amortizações e das rendas significam, intertemporalmente, uma perda líquida de divisas.

sobre as variações V de valor dos próprios estoques. Nesse sentido, apontamos na seção anterior que o efeito GDN é o efeito mais importante para explicar as variações V de valor dos estoques. Assim, em relação ao efeito GDN,

The values of real resources and financial items are constantly subject to changes stemming from either or both of two causes. (i) The price at which transactions in a certain type of item customarily take place may undergo alteration in terms of the currency in which that price is quoted. (ii) The exchange rate for the currency in which the price is quoted may change in relation to the unit of account that is being used. Valuation changes are not included in the balance of payments but are included in the international investment position (FMI, 2003: 9).

Em relação ao primeiro item (i) da citação, não parece necessário maiores explicações, ele apenas aponta para o fato de que o efeito GDN é influenciado pelos preços de mercado, afinal, “[...] *market price is used as the primary basis of valuation* (FMI, 1993: 121)”, ou seja, as oscilações nos preços de mercado dos ativos e passivos externos- que podem ocorrer independentemente das transações no BP - causam modificações na PII.

Já em relação ao segundo item (ii) da citação é necessária uma discussão mais aprofundada. Isso porque os passivos e ativos externos podem ser denominados em vários tipos de moedas diferentes²⁹. Dessa maneira, não obstante a categorização dos estoques de ativos e passivos na PII corresponderem aos componentes da conta financeira do balanço de pagamentos (investimento direto, investimento em portfólio, derivativos e outros investimentos), pode-se fazer uma separação na estruturação (conforme a Estrutura2) da PII para realizar tal discussão:

Estrutura2 da Posição Internacional de Investimento (PII)

$$\text{PII} = \text{Ativo Externo Bruto (A)} - \text{Passivo Externo Bruto (B)}$$

A) Ativo Externo Bruto (1+2)	B) Passivo Externo Bruto (3+4)
1) Reservas Internacionais	3) Dívida Externa
2) Estoque de Investimento	3.1 Títulos de renda fixa emitidos no exterior
2.1 Investimento direto no exterior	3.2 Créditos comerciais
2.2 Investimento em carteira	3.3 Empréstimos do exterior
2.3 Derivativos	(4) Estoque de Investimento
2.4 Outros Investimentos	4.1 Investimento direto estrangeiro
	4.2 Investimento em carteira
	4.3 Derivativos
	4.4 Outros Investimentos

Fonte: Dívida Externa Bruta: CYSNE (2008: 3); Demais itens: Banco Central; (Elaboração própria)

Assim, distinguimos as Reservas Internacionais e a Dívida Externa (como podemos observar na Estrutura2 da PII) das categorias restantes. Isso foi feito para segmentar os estoques que são denominados

²⁹ Entretanto, utiliza-se uma moeda de referência para padronizar a elaboração da PII, da mesma forma como é feito com a mensuração do balanço de pagamentos. No caso brasileiro, a moeda de referência que é utilizada na contabilização da PII e do BP é o dólar americano.

em moeda estrangeira daqueles que são denominados em moeda nacional.³⁰ Dessa forma, devido ao fato de que os estoques apresentam um descasamento das moedas em que são denominados, fica evidente que alterações na taxa de câmbio provocam alterações na PII.

Assim, iremos considerar as seguintes identidades para realizar a discussão:

$$\begin{aligned}(10) \quad & \mathbf{PEb} = \mathbf{Dext} + \mathbf{Eext} \\(11) \quad & \mathbf{AEb} = \mathbf{RES} + \mathbf{Edom} \\(12) \quad & \mathbf{PEL} = (\mathbf{Dext} + \mathbf{Eext}) - (\mathbf{RES} + \mathbf{Edom}) \\(13) \quad & \mathbf{DEL} = \mathbf{Dext} - \mathbf{RES} \\(14) \quad & \mathbf{PEL} = \mathbf{DEL} + (\mathbf{Eext} - \mathbf{Edom})\end{aligned}$$

PEb: Passivo Externo bruto (B)³¹

Dext: Dívida Externa bruta (3)

Eext: Estoque de Investimento Estrangeiro no país (4)

AEb=Ativo Externo bruto (A)

RES: Reservas Internacionais (1)

Edom: Estoque de Investimento Doméstico no Exterior (2)

PEL: Passivo Externo Líquido (B – A)

DEL: Dívida Externa Líquida (13)

Dessa maneira, em (10) apresentamos o Passivo Externo bruto, sendo uma parte denominada em moeda estrangeira (Dívida Externa), e outra parte em moeda doméstica (Estoque de Investimento Estrangeiro no Brasil). Tal segmentação é relevante, já que,

[...] como se sabe da experiência internacional, passivos denominados em moeda doméstica são bem mais confortáveis em momentos de crises externas, tendo em vista que seu valor de mercado em moeda estrangeira costuma reduzir-se automaticamente em tais situações [...] (CYSNE, 2008: 4).

A citação de Cysne introduz um elemento importante, referente à evolução do valor dos diferentes passivos externos; assim, fica evidente a importância do indicador Dívida Externa Líquida (13), já que, em contraposição aos passivos externos denominados em moeda doméstica, a Dívida Externa é mais desconfortável em momentos de crises externas, tendo em vista que seu valor de mercado em moeda doméstica tende a elevar-se em tais situações.

A ideia implícita nos determinantes da evolução do valor desses dois tipos de passivos externos (denominados em moeda doméstica e estrangeira) é que existe uma tendência de desvalorização cambial da moeda doméstica (brasileira) em momentos de crise³², ou seja, pode-se considerar que os passivos externos denominados em moeda estrangeira tornam-se mais onerosos nessas situações (de crise). Além disso, outra ideia implícita é de que os passivos externos denominados em moeda doméstica, num contexto de crise, diminuam de valor em termos da moeda estrangeira não só por conta da desvalorização cambial, mas,

³⁰ Fazendo-se a ressalva de que os estoques externos são contabilizados em moeda estrangeira (dólar).

³¹ Entre parênteses de acordo com a categorização da Estrutura2.

³² Para essa discussão ver a hierarquia das moedas em Carneiro (2002).

também devido à queda de seus preços de mercado³³. Portanto, esses passivos (denominados em moeda doméstica) tendem a sofrer um **duplo efeito de desvalorização** em momentos de conjuntura desfavoráveis.

Já em (11) apresentamos o Ativo Externo bruto, que também segue uma divisão metodológica, de forma que as Reservas Internacionais, que são denominadas em moeda estrangeira e podem ser utilizadas imediatamente em momentos de crise externa³⁴, foram separadas dos Estoques de Investimentos Brasileiros no Exterior, que são denominados nas moedas dos países em que se localizam, porém, que não podem ser utilizados rapidamente em momentos de crise externa.

Em (12) destacamos que o Passivo Externo Líquido é a diferença entre o Passivo Externo bruto e o Ativo Externo bruto, ou seja, o oposto da PII (que é a diferença entre o Ativo Externo bruto e o Passivo Externo bruto).

Já em (13), apresentamos o importante indicador que é a Dívida Externa Líquida (DEL), que é obtido pela Dívida Externa bruta subtraída pelas Reservas Internacionais³⁵, ou seja, por um passivo externo que é denominado em moeda estrangeira e causa dificuldades em momentos de crise externa, e pela parte do ativo externo que num momento de tensão e dificuldades cambiais pode ser imediatamente utilizado para amenizar o problema.

Assim, com esse indicador é possível uma boa aproximação das prováveis dificuldades que essa economia pode incorrer numa crise externa, já que, quanto maior a Dívida Externa Líquida, maiores serão os problemas causados por choques externos³⁶.

Já em (14), apenas demonstramos que o Passivo Externo Líquido pode ser obtido pela soma entre a Dívida Externa Líquida e a diferença entre o Estoque de Investimento Estrangeiro no país e o Estoque de Investimento Doméstico no Exterior. Assim, a Dívida Externa Líquida não é o único indicador que deve ser utilizado na análise da vulnerabilidade externa³⁷, já que pode levar a conclusões equivocadas a respeito da situação externa das economias, assim como a utilização apenas do passivo externo líquido. Dessa forma, se mostra necessário na apreciação tanto os dados quantitativos (obtidos pela magnitude dos estoques) quanto os qualitativos (representados pela composição dos estoques externos).

³³ Um exemplo dessa diminuição de valor é uma queda dos índices das Bolsas de Valores, que diminuem o Passivo Externo da rubrica “Investimentos em carteira”.

³⁴ “[...] *Reserve assets consist of those external assets that are readily available to and controlled by monetary authorities for direct financing of payments imbalances, for indirectly regulating the magnitude of such imbalances through intervention in exchange markets to affect the currency exchange rate, and/or for other purposes [...]* As a result, while the significance of reserve assets within the total international liquidity framework may have narrowed, such assets still play a key role.” (FMI, 1993: 97)

³⁵ Quando as Reservas Internacionais são maiores que a Dívida Externa bruta tem-se uma Dívida Externa Líquida negativa.

³⁶ Entretanto, vale à pena ressaltar que o tamanho em si desse indicador (DEL) não é tão elucidativo, ganhando poder explicativo uma vez que é relativizado, como, por exemplo, quando calculado em termos do PIB ou das exportações, já que o relevante é a análise da capacidade de geração de divisas para fazer frente a esse estoque (da Dívida Externa).

³⁷ Isso porque, por exemplo, um país pode apresentar Reservas Internacionais maiores do que a Dívida Externa, ou seja, uma DEL negativa e ser considerado credor líquido internacional, porém, continuar apresentando um elevado passivo externo líquido, devido a um estoque de investimento estrangeiro denominado em moeda doméstica muito maior do que o estoque de investimentos domésticos no exterior.

Assim, podemos considerar que:

O aumento da vulnerabilidade se manifesta na maior fragilidade do país, tanto em conduzir sua política econômica, como em contágio de crises externas. No âmbito das finanças, a vulnerabilidade está associada à crescente dependência de recursos externos para cobrir as necessidades de financiamento do BP (LACERDA, 2004: 71).

Dessa maneira, para se entender de que forma essa vulnerabilidade externa é afetada também é importante analisar: a) o contexto internacional³⁸; b) as políticas econômicas internas³⁹. Esses dois aspectos serão analisados na próxima seção para os anos 2000.

3. Evolução da Economia Brasileira e Mundial nos anos 2000.

Nessa parte pretendemos mostrar, de forma resumida, alguns dos principais fatores que podem ter influenciado a evolução da vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos da economia brasileira. Dessa forma, destaca-se que no âmbito mundial observou-se um fenômeno de crescente financeirização das transações externas com um expressivo aumento dos fluxos de capitais, enquanto o âmbito doméstico foi marcado por um processo de abertura da conta de capitais que inseriu diretamente o país ainda mais na liberalização financeira ocorrida no mundo.

Em escala global, Belluzzo (2006) aponta que o próprio sucesso da política de Bretton Woods - e suas elevadas taxas de crescimento num contexto de fortes regulações – acabou estimulando o processo de liberalização dos mercados financeiros domésticos⁴⁰. Podemos apontar uma síntese dessas transformações, descrita por Chesnais (2005: 35):

O mundo contemporâneo apresenta uma configuração específica do capitalismo, na qual o capital portador de juros está localizado no centro das relações econômicas e sociais [...] Esse capital busca ‘fazer dinheiro’ sem sair da esfera financeira, sob a forma de juros de empréstimos, de dividendos e outros pagamentos recebidos a título de posse de ações e, enfim, de lucros nascidos de especulação bem-sucedida. Ele tem como terreno de ação os mercados financeiros integrados entre si no plano doméstico e interconectados internacionalmente. Suas operações repousam também sobre as cadeias complexas de créditos e de dívidas, especialmente entre bancos (CHESNAIS, 2005: 35).

Essa citação de Chesnais apresenta alguns dos elementos principais do processo de “financeirização” em escala global. Em primeiro lugar, o papel dominante do capital portador de juros nas relações econômicas e sociais, que aumentam o poder político de um determinado grupo ligado às finanças. Em segundo lugar, os ganhos obtidos por um processo especulativo nos mercados financeiros. E finalmente, a integração dos mercados financeiros, que pode ser entendido como um processo de desobstruir os empecilhos para a livre movimentação dos capitais entre os diversos países.

Nessa pesquisa, pensando na questão do tempo e espaço, podemos acrescentar que:

A década de 1990 marca uma ruptura na estrutura dos capitais destinados ao conjunto dos países em desenvolvimento. Ela se caracteriza pelo montante dos fluxos de longo prazo e de origem privada sob a forma de IDE e de investimentos em carteira [...], enquanto a América Latina é mais pelos investimentos em carteira [...] (CAMARA & SALAMA, 2005, p.220).

³⁸ Sobre tudo as condições de liquidez observadas, que afetam diretamente as possibilidades de obtenção dos financiamentos externos.

³⁹ Principalmente no que se refere ao tipo de inserção internacional intentado e as políticas cambiais e de mobilidade permitida aos capitais externos.

⁴⁰ Com transformações no sentido de permitir uma maior liberdade de capitais e a volta da hegemonia financeira. Além disso, o autor aponta que esse capitalismo contemporâneo revela de forma mais verdadeira sua própria natureza, com a revolução constante dos meios de produção, degradação das relações sociais e permanente incerteza.

Assim, tal qual apontado pela citação acima sobre a América Latina, o Brasil também foi marcado por um expressivo fluxo de investimentos privados na forma de IDE e investimentos em carteira, sobretudo a última forma. Iremos apontar alguns dos acontecimentos no plano doméstico que permitiram esses fatos, lembrando apenas que havia uma pressão externa para que as economias em desenvolvimento/periféricas abrissem suas economias, inclusive a conta de capitais.

Carneiro (2002) aponta que a abertura financeira observada na década de 1990 ocorreu dentro de um contexto de liberalização da economia brasileira, e foi marcada por uma maior conversibilidade da conta capital do balanço de pagamentos e por uma desnacionalização significativa do setor financeiro.

O Plano Real recuperou a confiança da moeda nacional através de uma ancoragem cambial, que garantia o seu valor externo. Para tanto, contou com expressivo montante de recursos e financiamentos externos, atraídos pelos juros elevados e pelo processo de privatização⁴¹ de empresas estatais realizado no período, que permitiram formar um nível considerável de reservas internacionais, utilizadas para desestimular a especulação contra a paridade cambial vigente (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002).

Lopreato (2006) aponta que as mudanças engendradas pela globalização colocaram os países emergentes numa situação de subordinação aos ciclos de liquidez internacional e, portanto, da tentativa de gerar as condições necessárias para o país tornar-se atrativo aos capitais estrangeiros. Dessa maneira, a obtenção de indicadores “saudáveis” passou a guiar a trajetória da política fiscal, sobretudo quanto à estabilização monetária. Dentro desse contexto, a situação se agravou com a crise brasileira de 1999, fazendo com que fossem adotadas medidas⁴² com o objetivo de recuperar a confiança arranhada pelo colapso do regime cambial. Assim, optou-se por uma política econômica baseada num tripe⁴³.

Considera-se que ocorreu uma intensificação da abertura financeira no governo Lula, prosseguindo medidas iniciadas no governo Collor e ampliadas com Fernando Henrique Cardoso. Nessa questão, um momento fundamental ocorreu no ano 2000, com a equiparação entre investidores residentes e não-residentes, permitindo a esses últimos operarem nos mercados domésticos de derivativos de câmbio e juros. Dessa maneira, a dimensão “fora de balanço” tornou-se primordial na determinação da taxa de câmbio (CARNEIRO, 2006). Nesse sentido, Belluzzo (2006) aponta que o Brasil fez sua inserção externa pelo lado financeiro, pela abertura da conta de capitais⁴⁴.

Em relação à inserção financeira no primeiro governo Lula, Prates (2006) considera três aspectos principais: a) o novo ciclo de liquidez internacional para os periféricos, que permitiu a retomada dos fluxos

⁴¹ Observa-se o desmonte do nacional-desenvolvimentismo no período 1990-1998 (CARNEIRO, 2006), sendo que as transformações após o Plano Real - através da disciplina competitiva imposta aos produtores locais via abertura comercial, das privatizações e entradas de IDE somadas a abertura da conta de capital - serviram como forma de atrair a poupança necessária à realização dos investimentos na indústria e infra-estrutura (MERCADANTE, 1998).

⁴² Algumas dessas medidas foram: a obrigação de que a Lei de Diretrizes Orçamentárias apontasse a meta de superávit primário do próximo ano e a indicação para os dois anos seguintes; o contingenciamento dos gastos públicos no montante exigido para que a meta de superávit primário fosse alcançada; a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2001 reforçou o controle das contas de estados e municípios (LOPREATO, 2006)

⁴³ Tripe: taxa flutuante de câmbio, regime de metas de inflação e superávits primários (LOPREATO, 2006).

⁴⁴ Enquanto os asiáticos se basearam na atração do IDE aos setores produtivos e pela inserção pela via comercial.

de capitais voluntários e o pagamento das operações de regularização com o FMI; b) o aprofundamento da abertura financeira⁴⁵; c) a manutenção do regime de câmbio flutuante e a gestão da política cambial no período.

Prates (2006) considera que o primeiro governo Lula não promoveu mudanças significativas na política cambial e na abertura externa na economia. Portanto, as melhoras nos indicadores observados no período 2003-2005, em relação a 1999-2002, adviriam de um melhor contexto internacional (nas finanças e no comércio mundial)⁴⁶.

Já em relação à inserção comercial no primeiro governo Lula, Prates (2006) aponta a obtenção de *superávits* comerciais crescentes na balança comercial (que permitiram a obtenção dos *superávits* em transações correntes)⁴⁷ e destaca uma assimetria no padrão das pautas exportadoras e importadoras em relação ao grau de intensidade tecnológica⁴⁸, caracterizando um processo de “especialização regressiva” da economia brasileira⁴⁹.

Já Barbosa & Souza (2010) apresentam uma inflexão do governo Lula, já que nos três primeiros anos as ações de política econômica teriam sido, principalmente, de caráter neoliberal, enquanto entre 2006-2009 aponta-se para uma estratégia desenvolvimentista⁵⁰. Nesse sentido, destaca-se a excepcional melhora nas contas externas nacionais, causada pelo crescimento expressivo do saldo comercial e do saldo em conta corrente da economia brasileira, sem contar a recuperação gradual das linhas de financiamento externo à economia brasileira (os dois movimentos conjugados redundaram num grande aumento das reservas internacionais, que ajudaram a diminuir a vulnerabilidade externa). Outra característica fundamental do

⁴⁵ Marcada por duas medidas principais, que foram (b.1) a unificação dos mercados de câmbio livre e flutuante e a extinção da conta de não residentes (CC5), além da (b.2) Medida Provisória 281, que sancionou a concessão de incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para a aquisição de títulos da dívida pública interna;

⁴⁶ Assim, esse cenário benigno permitiu uma transformação da inserção externa brasileira, sendo que as transações correntes se tornaram superavitárias (algo raro nas contas externas brasileiras) e a conta capital e financeira deficitária (algo também raro), porém, tais déficits foram em grande parte decorrentes das amortizações de operações de regularização com o FMI. Essas transformações estariam profundamente ligadas às heranças do segundo governo FHC (câmbio flutuante, acordos com FMI, desvalorizações cambiais e abertura financeira).

⁴⁷ Nesse sentido, destaca-se o crescimento das exportações a partir de 2003, em parte decorrente da depreciação da taxa de câmbio real após esse ano, porém, não exclusivamente a esse fator, (O que explica esse crescimento do valor das exportações é, principalmente, o aumento do *quantum* exportado, e depois o aumento dos preços (principalmente por conta das *commodities*). Tais fatores estiveram vinculados à retomada do crescimento da economia internacional. Quanto a pauta exportadora, ela permaneceu concentrada em produtos de baixa intensidade tecnológica, commodities agrícolas e industriais e bens intensivos em trabalho e recursos naturais, ou seja, marcada pelo baixo dinamismo. Já as importações são concentradas em produtos de média e alta intensidade tecnológica) já que, após esse ano observa-se uma apreciação cambial.

⁴⁸ Padrão esse consolidado na segunda metade da década de 1990, decorrente da reestruturação produtiva, causada pela abertura comercial, valorização real da moeda e novas estratégias das empresas transnacionais (PRATES, 2006).

⁴⁹ Sendo que teria contribuído para tal desdobramento a volatilidade cambial, que aumentaria a incerteza e dificultaria o investimento (PRATES, 2006)

⁵⁰ Assim, no começo do governo Lula, em 2003, diante das dificuldades encontradas, optou-se por manter a política econômica do governo anterior, baseada num tripé (taxa flutuante de câmbio, regime de metas de inflação e *superávits* primários), que impedia um crescimento vigoroso da economia, porém, que permitiu aos poucos a diminuição das incertezas dos agentes, (colaboraram para esse processo as medidas adotadas, que foram: a) política monetária: revisou para cima as metas de inflação fixadas pelo governo anterior e o Banco Central aumentou sua taxa básica de juros; b) política fiscal: o governo aumentou a meta do superávit primário do setor público de 3,75% do PIB para 4,25% do PIB; c) política tributária: realizou uma minirreforma, com elevação das receitas e uma reforma da previdência, que estabilizou o peso da previdência dos servidores públicos no orçamento da União (BARBOSA & SOUZA, 2010)).

primeiro período, apontada pelos autores, é que quando ocorria um aumento da taxa de crescimento da economia, optava-se por um aperto da política monetária sob a justificativa de que esse crescimento estaria acima do potencial e tenderia a gerar inflação⁵¹.

Com a adoção de novas medidas⁵², ocorreu uma aceleração substancial no crescimento econômico do país aliado com uma inflação sob controle e com a queda na taxa real de juros da economia. Além disso, pela ótica das transações externas, ocorreu uma queda no *superávit* em conta corrente em 2006-2008, porém, que não comprometeu a solvência externa da economia brasileira graças à entrada maciça de capitais externos no país durante o mesmo período, tornando possível um forte acúmulo de reservas internacionais, que redundou numa queda da vulnerabilidade externa da economia, e uma valorização cambial, que atenuou as pressões inflacionárias (BARBOSA & SOUZA, 2010).

Além disso, vale mencionar aqui a grande crise mundial de 2008, porém, ressaltando que as políticas adotadas serão analisadas na seção sobre a vulnerabilidade externa da economia brasileira nos anos 2000. Contudo, podemos destacar a forma como o governo federal respondeu à crise internacional de 2008, com uma postura muito diferente das crises internacionais anteriores, já que as autoridades brasileiras adotaram medidas monetárias e fiscais anticíclicas.

Adicionalmente, vale apontar alguns aspectos da indústria financeira brasileira mostrados por Carneiro (2008/2009): a) quanto ao mercado de ações brasileiro, vale destacar que esse segmento representa uma parcela quase insignificante no financiamento produtivo do país⁵³; b) o mercado de títulos de dívida brasileiro no período 1995-2008 foi favorecido pelas quedas das taxas de juros, porém, permaneceu vinculado ao curto prazo⁵⁴.

4. Evolução da Posição Internacional de Investimentos brasileira no período 2001 -2009.

Apresentamos abaixo, na tabela 1, a Posição Internacional de Investimentos da economia brasileira no período 2001-2009. Podemos apontar que a PII foi negativa durante o período, ou seja, o passivo externo bruto sempre foi maior do que o ativo externo bruto.

De acordo com Prates (2006), o comportamento dos fluxos de capitais no governo Lula refletiu-se na evolução da PII, seja pelo aumento do passivo externo ou na mudança de sua composição, decorrente do aumento da participação do investimento direto e de portfólio, e da diminuição da dívida externa. Pelo lado

⁵¹ Dessa forma, a visão neoliberal foi se desgastando nos primeiros três anos do governo Lula, já que as políticas implementadas entre 2003 e 2005 não aceleraram substancialmente o crescimento da economia, a geração de renda e a criação de empregos, o que acabou fortalecendo a visão desenvolvimentista sobre política econômica ao final de 2005.

⁵² Medidas que preconizaram três linhas básicas de direcionamento da política econômica: a recuperação do papel do Estado no planejamento de longo prazo e o aumento no investimento público; a adoção de medidas temporárias de estímulo fiscal e monetário para acelerar o crescimento e elevar o potencial produtivo da economia; e, a aceleração do desenvolvimento social por intermédio do aumento nas transferências de renda e elevação do salário mínimo BARBOSA & SOUZA, 2010.

⁵³ Apesar disso, aponta-se para um aumento das emissões primárias nos anos 2000, contudo, principalmente por fatores conjunturais. Dessa maneira, o mercado continuaria a ser caracterizado pela sua tendência especulativa.

⁵⁴ O motivo para tal foi a instabilidade monetária. Assim, os títulos de longo prazo só são viáveis se forem indexados financeiramente. Além disso, observou-se uma predominância dos títulos domésticos vis-à-vis os negociados no exterior, o que foi associado às expectativas de valorização cambial que prevaleceram no período.

dos ativos, destaca-se o crescimento das reservas internacionais. Além disso, a autora aponta que esses fluxos de capitais desempenharam papel determinante na apreciação cambial do período, e que o desafio residiria na tentativa de evitar que tal situação comprometesse o desempenho comercial do país.

Tabela 1- Posição Internacional de Investimentos (US\$ milhões) do Brasil, 2001-2009

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PII (A-B)	-264 975	-230 531	-272 493	-297 609	-331 085	-368 812	-550 408	-278 798	-588 893
Ativo (A)	107 086	112 901	134 223	148 536	168 182	238 924	369 876	412 790	495 622
Investimento direto brasil. no exterior	49 689	54 423	54 892	69 196	79 259	113 925	136 103	162 218	157 667
Investimentos em carteira	6 402	5 845	6 950	9 353	10 834	14 429	23 178	21 307	18 393
Derivativos	42	105	81	109	119	113	142	- 156	- 478
Outros investimentos	15 087	14 705	23 004	16 943	24 171	24 617	30 119	35 637	81 520
Ativos de reservas	35 866	37 823	49 296	52 935	53 799	85 839	180 334	193 783	238 520
Passivo (B)	372 061	343 432	406 716	446 145	499 268	607 735	920 284	691 588	1 084 515
Investimento estrangeiro direto	121 948	100 863	132 818	161 259	195 562	220 621	309 668	287 697	401 240
Investimentos em carteira	151 741	137 355	166 095	184 758	232 627	303 583	509 648	287 533	563 284
Derivativos	45	250	125	320	219	445	1 771	2 450	3 413
Outros investimentos	98 327	104 965	107 678	99 809	70 859	83 087	99 197	113 908	116 579

Fonte: Banco Central

Já Biancareli (2011) mostra que os investimentos em carteira representam a maior parte do passivo externo, o que significaria uma deterioração da situação patrimonial do país, já que considera esses investimentos mais voláteis e que podem sair do país com mais facilidade⁵⁵. Porém, o autor aponta que esse tipo de estoque externo tende a se desvalorizar duplamente em momentos de crise (efeito câmbio e queda de preços), diminuindo os eventuais problemas que possam causar nesses momentos de crise⁵⁶.

Além disso, aponta-se que o Brasil tem sido um importante receptor de investimentos diretos estrangeiros (IDE), porém, recentemente, de forma crescente, as corporações brasileiras têm realizado investimentos no exterior (IBDE), configurando um novo padrão de inserção no sistema produtivo e comercial mundial. Assim, a configuração do ativo externo se modifica, conforme se observa na Tabela 1, com expressivo crescimento desse ativo externo brasileiro.

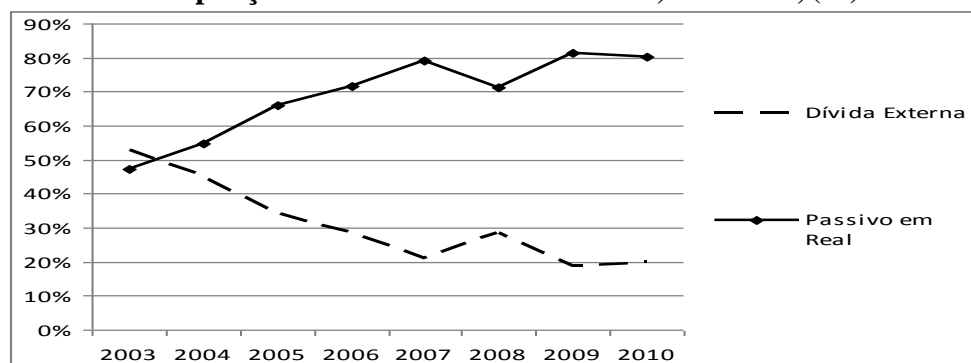
Um fator fundamental de se apresentar, conforme se observa no gráfico 1, é a mudança na composição do passivo externo brasileiro. A dívida externa, denominada em moeda estrangeira, diminui sua participação no total ao longo do período de aproximadamente 50% para 20%. Em contrapartida, o passivo externo denominado em real apresenta um grande aumento de participação. Dessa forma, conforme apresentado em seção anterior, consideramos que a economia brasileira reduziu sua vulnerabilidade externa

⁵⁵ Dessa forma, Biancareli (2011) considera que o país deveria evitar uma maior valorização cambial, principalmente através de uma maior seletividade aos capitais que podem entrar no país, privilegiando-se os capitais de mais longo prazo.

⁵⁶ Corroborando com hipótese levantada em seção anterior, sobre a vulnerabilidade externa.

decorrente da Posição Internacional de Investimentos, afinal, esta mudança na composição do passivo representa menores problemas em momentos de crise⁵⁷.

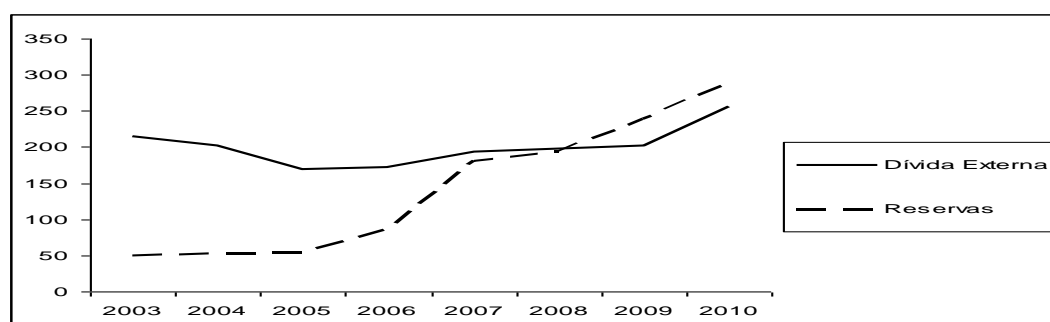
Gráfico 1: Composição do Passivo Externo brasileiro, 2003-2010, (%).



Fonte: Banco Central

Entretanto, deve-se fazer uma ressalva ao raciocínio anterior. Não obstante os efeitos benignos desse tipo de composição do passivo externo sobre a vulnerabilidade externa, ou seja, decorrentes da preponderância da parte denominada em moeda doméstica vis-à-vis a dívida externa, é fundamental confrontar esses dados com o tamanho do ativo externo denominado em moeda estrangeira⁵⁸.

Gráfico 2: Dívida Externa e Reservas brasileiras (US\$ bilhões), 2003-2010.



Fonte: Banco Central

Nesse sentido, conforme o gráfico 2, observamos mais uma mudança positiva para a vulnerabilidade externa da economia brasileira, afinal, as reservas internacionais se tornam maiores do que a dívida externa⁵⁹.

Dessa maneira, podemos considerar que a vulnerabilidade externa da economia brasileira, sob a ótica do presente estudo, diminuiu, afinal, o país conta com a segurança, nos momentos de crise, de que suas reservas internacionais cubram a dívida externa. Completando o raciocínio, levando-se em conta a sua composição, vale apontar que o passivo externo denominado em moeda doméstica tende a sofrer um duplo efeito de desvalorização nos momentos de crise, portanto, diminuindo o ímpeto de saída de divisas justamente nas situações de maiores dificuldades. Para verificar tal hipótese, podemos analisar o ano de 2008, quando ocorre a grande crise financeira mundial. Observa-se, pela tabela 1, que o passivo externo

⁵⁷ Adiante veremos como evoluiu a PII durante a crise de 2008.

⁵⁸ Conforme já apresentado, esse estoque pode ser utilizado em momentos de dificuldades.

⁵⁹ Fazendo com que a dívida externa líquida (DEL) se torne negativa, significando, conforme apresentamos, menores dificuldades em momentos de crises.

sofre uma grande perda de valor justamente no ano da crise⁶⁰. Dessa forma, podemos considerar que o Brasil não foi tão afetado pela crise justamente por conta dessa diminuição de vulnerabilidade externa decorrente da PII.

5. Rendas Líquidas Enviadas ao Exterior

Conforme apresentado, o Brasil é estruturalmente *deficitário* em rendas. A tabela 2 confirma essa condição para o período 2001-2009⁶¹.

Tabela 2. Brasil: Rendas recebidas e enviadas ao exterior (US\$ milhões), 2001-2009.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Salário e ordenado (a)	95	102	109	181	214	177	448	545	603
Renda de investimento direto (b)	-4.638	-4.983	-5.098	-5.789	-10.302	-12.826	-17.489	-26.775	-19.742
Receita	367	967	886	1.114	733	1.073	2.202	1.997	1.287
Despesa	-5.005	-5.950	-5.984	-6.903	-11.035	-13.899	-19.692	-28.773	-21.029
Renda de investimento em carteira (c)	-9.621	-8.384	-8.743	-10.415	-11.778	-11.028	-7.065	-8.039	-9.213
Lucros e dividendos	-1.523	-1.128	-1.564	-2.400	-3.544	-4.924	-5.689	-8.527	-7.453
Receita	1	1	3	4	10	21	13	15	44
Despesa	-1.524	-1.129	-1.568	-2.404	-3.554	-4.945	-5.702	-8.542	-7.497
Juros de títulos de renda fixa	-8.097	-7.256	-7.179	-8.015	-8.234	-6.104	-1.376	488	-1.760
Receita	1.462	1.382	1.320	729	775	3.052	6.942	8.680	5.783
Despesa	-9.560	-8.638	-8.499	-8.744	-9.009	-9.156	-8.318	-8.192	-7.543
Renda de outros investimentos (d)	-5.579	-4.925	-4.820	-4.497	-4.101	-3.803	-5.185	-6.293	-5.332
Receita	1.179	653	861	998	1.351	1.919	1.839	1.088	1.046
Despesa	-6.758	-5.578	-5.681	-5.495	-5.452	-5.721	-7.024	-7.381	-6.378
Rendas (a+b+c+d)	-19.743	-18.191	-18.552	-20.520	-25.967	-27.480	-29.291	-40.562	-33.684

Fonte: Banco Central

Entretanto, alguns movimentos podem ser apontados⁶² (tabela 2). As rendas líquidas enviadas ao exterior, quando comparamos 2001 com 2009, permanecem praticamente constantes para os investimentos em carteira e para os outros investimentos, enquanto as rendas líquidas enviadas de investimento direto passam de aproximadamente 5 bilhões de dólares em 2001 para 20 bilhões em 2009⁶³.

⁶⁰ Passando de 920 bilhões de dólares em 2007 para 691 bilhões em 2008, especialmente pela expressiva queda do estoque dos investimentos em carteira (que diminuem em mais de 200 bilhões de dólares no ano de 2008). Enquanto isso, o ativo externo brasileiro até aumenta durante a crise.

⁶¹ Tal situação já era esperada de acordo com os dados da PII brasileira mostrados na seção anterior, afinal, o passivo externo brasileiro é consideravelmente maior do que o ativo externo (a estimativa de rentabilidade da PII será feita na próxima seção). O crescimento do déficit em rendas ao longo do período, passando de aproximadamente 20 bilhões de dólares em 2001 para 34 bilhões em 2009, também parece um fato condizente com o aumento dos valores negativos da PII apresentados na seção anterior.

⁶² Não analisaremos o grupo de salário e ordenado (a), por não serem valores relevantes.

⁶³ Em relação aos **outros investimentos**, podemos observar (tabela) como os valores de entradas e saídas permanecem relativamente constantes ao longo do período. Contudo, as rendas líquidas enviadas dos **investimentos em carteira** só permaneceram relativamente constantes por conta de importantes transformações em sua composição. Isso porque o expressivo aumento das despesas com lucros e dividendos foi contrabalançado pela queda do déficit com os juros de títulos de renda fixa, sobretudo por conta do aumento das receitas com essa rubrica. Tais valores são condizentes com o aumento do estoque do passivo externo dos investimentos em carteira em ações (Não fizemos essa segmentação na PII apresentada, mas, o estoque do passivo externo dos investimentos em ações passa de aproximadamente 37 bilhões de dólares no fim de 2001 para 376 bilhões no fim de 2009), explicando os aumentos de lucros e dividendos, e do ativo externo na forma de reservas internacionais, que aumentam as receitas com juros de títulos de renda fixa. Já em relação aos **investimentos diretos**, devemos destacar os expressivos aumentos tanto de receitas como de despesas. Porém, como o estoque do passivo externo ainda foi consideravelmente maior do que o ativo externo, podemos observar o grande aumento do déficit nessa rubrica.

Além disso, outro fato relevante foi o grande aumento do *déficit* nas rendas líquidas enviadas ao exterior no ano da crise mundial de 2008, passando de aproximadamente 29 bilhões de dólares em 2007 para 41 bilhões em 2008 (tabela 2). Tal fato esteve diretamente ligado ao comportamento dos investimentos estrangeiros diretos, afinal, as despesas com essa rubrica passam de aproximadamente 20 bilhões de dólares para 29 bilhões (de 2007 para 2008). As entradas de rendas não alteraram muito a situação⁶⁴. Dessa maneira, podemos considerar que o passivo externo na forma de investimento estrangeiro direto deve ser levado em conta nas análises sobre a vulnerabilidade externa, afinal, se por um lado é apontado como um estoque que não tende a sair do país nos momentos de crise, por outro lado gera pressão de saída de divisas por conta das rendas líquidas enviadas a que tem direito⁶⁵.

6. Estimativa da Rentabilidade da Posição Internacional de Investimentos e alguns Indicadores de Endividamento Externo.

Após a apresentação dos estoques dos passivos e ativos externos da economia brasileira no período 2001-2009, e da análise dos fluxos de rendas gerados pelos mesmos, é possível estimar a rentabilidade aparente da Posição Internacional de Investimentos e de suas diversas contas⁶⁶.

Pode-se considerar, conforme apresentado em seção anterior, que a vulnerabilidade externa na esfera financeira é diretamente relacionada com a rentabilidade do passivo externo, ou seja, quanto maior essa rentabilidade, mais vulnerável externamente essa economia tende a ser⁶⁷.

Dessa maneira, de acordo com a tabela 3, pode-se observar algumas características da estimativa da rentabilidade da PII. Em primeiro lugar, a rentabilidade estimada do ativo externo sempre foi significativamente menor do que a do passivo externo. Tal fato é coerente com a questão da conversibilidade das moedas⁶⁸. Assim o sendo, pode-se considerar que a economia brasileira apresentou uma elevada vulnerabilidade externa sob a ótica do Efeito Rentabilidade.

Em segundo lugar, em relação à rentabilidade estimada do ativo externo⁶⁹, destacam-se os valores muito baixos obtidos pelos investimentos em ações no exterior. Além disso, os outros investimentos aparentam gerar as maiores rentabilidades entre as contas dos ativos externos brasileiros.

⁶⁴ Conforme a tabela 2, passando de 2,2 bilhões de dólares para 2,0 bilhões.

⁶⁵ Tal fato pode ocorrer, por exemplo, para salvar as matrizes que estejam em dificuldades.

⁶⁶ Para tanto, a metodologia adotada é realizada pela divisão entre o fluxo de renda, de uma determinada conta, durante um ano, pelo valor do estoque dessa conta no final do mesmo ano. Entretanto, devemos ressaltar que se trata apenas de uma estimativa, sendo que aprimoramentos na metodologia se mostram necessários. Em primeiro lugar, a forma como os dados da PII e do BP são apresentados pelo Banco Central não facilita essa tentativa de estimar a rentabilidade dos estoques externos, principalmente em relação às reservas internacionais (Isso ocorre porque as reservas internacionais são constituídas em parte por estoques de investimentos em carteira de renda fixa. Contudo, os dados do BP sobre as rendas recebidas não faz uma segmentação da parte dos recursos que são provenientes das reservas internacionais). Além disso, a escolha dos valores dos estoques pelo valor observado no fim do ano foi feita de forma arbitrária, sendo possíveis outros métodos.

⁶⁷ Contudo, tal análise deve levar em conta também o tamanho dos estoques dos passivos externos.

⁶⁸ ou seja, países que detenham moedas apontadas como inconvertíveis, como o caso brasileiro, só conseguem atrair capitais estrangeiros caso ofereçam uma rentabilidade maior para os mesmos.

⁶⁹ Lembrando apenas das dificuldades apontadas na seção anterior para essa estimativa, especialmente quando as reservas, portanto, que acabam afetando outras contas também, como, por exemplo, os investimentos em carteira.

Tabela 3: Rentabilidade estimada da Posição Internacional de Investimentos (%), 2001-2009.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Investimento direto brasileiro	0,7%	1,8%	1,6%	1,6%	0,9%	0,9%	1,6%	1,2%	0,8%
Participação no capital	0,6%	2,0%	1,7%	1,7%	1,0%	1,0%	1,1%	1,3%	0,9%
Empréstimos intercompanhia	1,4%	1,0%	1,2%	1,3%	0,7%	0,9%	3,7%	1,2%	0,3%
Investimentos em carteira	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investimentos em ações	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,4%	0,6%	0,2%	0,2%	1,2%
Títulos de renda fixa	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros investimentos	7,8%	4,4%	3,7%	5,9%	5,6%	7,8%	6,1%	3,1%	1,3%
Ativos de reservas	4,1%	3,7%	2,7%	1,4%	1,4%	3,6%	3,8%	4,5%	2,4%
Ativo (A)	3,1%	2,9%	2,5%	2,2%	1,9%	2,7%	3,1%	3,0%	1,8%
Investimento estrangeiro direto	4,1%	5,9%	4,5%	4,3%	5,6%	6,3%	6,4%	10,0%	5,2%
Participação no capital	3,5%	5,8%	4,3%	4,1%	5,5%	6,4%	6,8%	12,0%	5,9%
Empréstimos intercompanhia	8,1%	6,2%	5,6%	5,6%	6,8%	5,7%	3,8%	2,9%	2,6%
Investimentos em carteira	7,3%	7,1%	6,1%	6,0%	5,4%	4,6%	2,8%	5,8%	2,7%
Investimentos em ações	4,1%	4,1%	3,0%	3,1%	2,8%	2,6%	1,6%	5,7%	2,0%
Títulos de renda fixa	8,3%	7,8%	7,5%	8,1%	8,4%	8,2%	5,7%	5,9%	4,0%
Outros investimentos	6,9%	5,3%	5,3%	5,5%	7,7%	6,9%	7,1%	6,5%	5,5%
Passivo (B)	6,2%	6,3%	5,4%	5,3%	5,8%	5,6%	4,4%	7,7%	3,9%

Fonte: Banco Central; elaboração própria (obs: a forma como é disponibilizado os dados do BP dificulta mensurar a rentabilidade dos títulos de renda fixa, portanto, dos investimentos em carteira).

Em terceiro lugar, podemos apontar, de acordo com a tabela 3, alterações na rentabilidade estimada dos passivos externos⁷⁰, especialmente pelo aumento da rentabilidade dos investimentos diretos ao longo do período.

Em quarto lugar, ainda sobre a rentabilidade dos investimentos estrangeiros diretos, vale frisar o grande salto ocorrido no ano de 2008⁷¹. Dessa forma, podemos considerar que, no ano mais crítico para a economia brasileira, o estoque na forma de investimento estrangeiro direto foi o que gerou, proporcionalmente, maior pressão por geração de divisas.

7. Efeito Circularidade entre a Posição Internacional de Investimentos e as rendas líquidas enviadas: análise do período 2001-2009.

O objetivo da apresentação dos dados da PII é fazer uma análise de sua evolução. Dessa maneira, na tabela 4, é feita uma estimativa dos fatores que levaram a variação anual da PII, comparando essa variação com o saldo das transações correntes. A diferença de valor entre essas duas variáveis (variação anual da PII

⁷⁰ Os **investimentos em carteira** eram o grupo que apresentava as maiores rentabilidade no início do período analisado. Porém, de acordo com a tabela, tanto os investimentos em ações quanto os títulos de renda fixa diminuíram sua rentabilidade aparente. Em relação aos investimentos em ações, podemos levantar uma hipótese, lembrando que esse não é o objetivo principal do trabalho, de que o aumento dos preços das ações diminuiu a relação entre os dividendos pagos e esses preços das ações (vale observar o ano de 2008, quando cai expressivamente a bolsa de valores e essa rentabilidade se eleva). Já a queda da rentabilidade estimada dos títulos de renda fixa pode estar relacionada com a queda das taxas de juros verificada no período. Enquanto o grupo de **outros investimentos** se manteve relativamente constante ao longo de período, chama a atenção à evolução da rentabilidade estimada dos **investimentos estrangeiros diretos**, que eram o grupo com a menor rentabilidade no início do período para se tornar o de maior nos dois últimos anos.

⁷¹ Lembrando que o resultado da rentabilidade é obtido por fluxo renda/estoque, podemos considerar que uma pequena parte dessa elevação da rentabilidade foi decorrente da desvalorização desse estoque externo (que foi de aproximadamente 7%, afinal o valor do estoque passou de aproximadamente 310 bilhões de dólares em 2007 para 288 bilhões em 2009). Contudo, a grande razão da mudança substancial de rentabilidade foi o expressivo aumento do fluxo de rendas dessa conta (de acordo com seção anterior, passando de aproximadamente 20 bilhões de dólares para 29 bilhões, significando aproximadamente 46% de diferença de um ano para o outro).

e saldo anual das transações correntes) foi atribuída, por simplificação, ao fator GDN⁷². Portanto, pela metodologia⁷³ adotada, a variação anual da PII pode ser causada por dois fatores: a) pelo saldo das transações correntes; b) pelo efeito GDN.

Tabela 4- Evolução da PII e das Transações Correntes (US\$ milhões). Determinantes das variações da PII (%), (2001-2009)

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	SOMA
Rendas	-19.743	-18.191	-18.552	-20.520	-25.967	-27.480	-29.291	-40.562	-33.684	-233.991
TC – Rendas	-3.471	10.554	22.729	32.199	39.952	41.123	30.842	12.370	9.382	195.680
TC	-23.215	-7.637	4.177	11.679	13.985	13.643	1.551	-28.192	-24.302	-38.311
PII	-264.975	-230.531	-272.493	-297.609	-331.085	-368.812	-550.408	-278.798	-588.893	-
Variação anual PII	-	34.444	-41.962	-25.116	-33.476	-37.727	-181.596	271.609	-310.095	-323.919
Rendas/Var PII	-	-53%	44%	82%	78%	73%	16%	-15%	11%	72%
(TC – Rendas)/Var PII	-	31%	-54%	-128%	-119%	-109%	-17%	5%	-3%	-60%
TC/Var PII	-	-22%	-10%	-47%	-42%	-36%	-1%	-10%	8%	12%
GDN/Var PII	-	122%	110%	147%	142%	136%	101%	110%	92%	88%

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria. (Obs: TC = Transações Correntes; PII = Posição Internacional de Investimentos; Var PII = variação anual da PII; GDN = ganho de detenção nominal)

Dessa maneira, podemos observar, pela Tabela 4, como as rendas líquidas enviadas representaram aproximadamente 72% da variação da PII brasileira ao longo do período 2001-2009, ou seja, numa clara evidência da interação entre os fluxos e estoques e um alto efeito de circularidade entre ambos. Contudo, a economia apresentou uma transferência de recursos positiva ao exterior, já que o país registrou um *superávit* nas transações de bens e serviços⁷⁴ de aproximadamente 196 bilhões de dólares ao longo do período, porém, de forma insuficiente para fazer frente às rendas líquidas enviadas ao exterior, que atingiram a expressiva marca de 234 bilhões dólares entre 2001 e 2009⁷⁵.

Dessa forma, analisando a evolução da PII anual observamos como a identidade (2) apresentada nesse trabalho ($\Delta PELL_t = -STC_t$) não é suficiente para explicar as mudanças ocorridas no saldo do

⁷² Contudo, também podem ser decorrentes, por exemplo, do efeito OMV. Porém, conforme exposto anteriormente, podemos considerar o efeito OMV como insignificante.

⁷³ Assim, por exemplo, em 2004 o saldo das transações correntes foi positivo em 11 bilhões de dólares (Tabela 2) e a variação da PII foi de -25 bilhões de dólares (Tabela 2), ou seja, pela metodologia adotada concluímos que -47% da variação da PII para esse ano foi causada pelo déficit das transações correntes e em 147% ocasionada pelo efeito GDN (Tabela 2). Isso implica que, apesar do saldo positivo em transações correntes, o passivo externo líquido aumentou no ano de 2004. Um dos objetivos dessa metodologia é tentar inferir qual a participação das rendas líquidas enviadas ao exterior no aumento do estoque do passivo externo líquido. Dessa maneira, as Transações Correntes foram desagregadas em dois grupos: a) Rendas; b) Transações Correntes menos Rendas (TC – Rendas). Assim, a tentativa de inferir qual a participação das rendas enviadas no aumento do estoque do passivo externo líquido é obtida pela relação Rendas/Variação anual da PII (pela Tabela: Rendas/Var PII).

⁷⁴ Porém, vale apontar que nesses números estão incluídas as transferências unilaterais, ou seja, pelo saldo das transações correntes menos as rendas (TC – Rendas) devemos entender a soma entre balança comercial, de serviços e as transferências unilaterais (isso pode ser feito porque essa última rubrica apresenta valores relativamente pequenos).

⁷⁵ Portanto, o grande excedente em bens reais mandados para fora do país não foi suficiente sequer para pagar as rendas provenientes dos estoques externos, contudo, serviu para amenizar o aumento do passivo externo líquido (representando, de acordo com a tabela, -60% dessa variação). Assim, os saldos em transações correntes ao longo do período explicaram apenas 12% da variação da PII (tabela).

passivo externo líquido, fazendo com que as variações “V”, representadas pelo efeito GDN, passem a ser a variável mais importante na explicação dos resultados⁷⁶. Outra evidência apontada é que o *déficit* acumulado em transações correntes no período foi de 38 bilhões de dólares, enquanto a variação da PII foi de -324 bilhões de dólares⁷⁷.

Portanto, se deduz que a dinâmica de evolução dos estoques externos passa a depender cada vez mais das mudanças dos preços dos estoques, no sentido de que esta variação de valor adquire certa autonomia em relação aos saldos das transações correntes, já que o efeito GDN passa a ser o principal determinante dessa evolução. Tal processo pode ser considerado um dos exemplos mais bem acabados da criação de capital fictício em Marx⁷⁸, no sentido de que a valorização do capital fica crescentemente relacionada com a variação de preço dos ativos, “sem passar pelas agruras da produção”, ou seja, no esquema D-D’ preconizado pelo autor.

Além disso, vale destacar a forma como o governo federal respondeu à crise internacional de 2008, com uma postura muito diferente das crises internacionais anteriores, já que as autoridades brasileiras adotaram medidas monetárias e fiscais anticíclicas. O principal objetivo era recuperar o nível de atividade econômica o mais rápido possível, tentando manter certo nível de demanda efetiva e evitando que a crise internacional contaminasse o sistema financeiro brasileiro. O Brasil se recuperou, relativamente, bastante rápido, sendo que a capacidade demonstrada pelo país em absorver os impactos da crise internacional melhorou a percepção dos mercados em relação ao país (BARBOSA & SOUZA, 2010).

Entretanto, nossa hipótese é de que o governo brasileiro só pode atuar dessa forma por conta da diminuição da vulnerabilidade externa decorrente da PII de sua economia. Isso fica evidente, de acordo com a tabela 4, pela expressiva diminuição da PII brasileira de 2007 para 2008, passando de aproximadamente -550 bilhões de dólares para -279 bilhões. Tal efeito, de acordo com nossa metodologia, foi em 110% decorrente do efeito GDN, ou seja, durante a crise a variação de preços dos estoques externos se mostrou benéfica para o país.

Adicionalmente, Biancareli (2011) busca discutir a questão da vulnerabilidade externa da economia brasileira no período pós crise de 2008/2009, mais especificamente se a forma de financiar os crescentes *déficits* em transações correntes⁷⁹ suscita algum tipo de preocupação. Considera-se que nos próximos anos o país pode apresentar problemas com esse *déficit*, contudo, o longo prazo seria mais promissor nesse quesito,

⁷⁶ Isso porque em sete dos oito anos analisados a evolução da PII foi inversa do que sugerem os manuais de macroeconomia, ou seja, quando, por exemplo, os saldos em transações correntes foram positivos, a PII se tornou mais negativa

⁷⁷ Pela tabela 4, 88% da variação da PII durante o período foi explicada pelo efeito GDN. Logo, na análise anual, o efeito GDN explica na maioria das vezes mais de 100% da evolução da PII, enquanto os saldos em transações correntes geralmente não explicam nem o sinal da variação.

⁷⁸ E deve entender-se por acumulação do capital-dinheiro notadamente a acumulação desses direitos sobre a produção, **acumulação segundo o preço de mercado**, o valor-capital ilusório deles (MARX, 2008, p.621; grifo nosso).

⁷⁹ Os motivos apontados para esses valores negativos são: a) o diferencial (positivo) de crescimento da economia do Brasil; b) a perda de dinamismo do comércio mundial; c) a apreciação cambial do país.

sobretudo por conta das possibilidades engendradas pelo pré-sal (vale frisar que o autor aponta as incertezas desse processo), que tenderiam a aliviar a restrição externa⁸⁰.

8. Considerações Finais

Este artigo teve como objetivo investigar a evolução da vulnerabilidade externa da economia brasileira no início dos anos 2000. As análises sobre o tema, geralmente, são focadas na questão do comércio exterior, sendo que muitos modelos de crise do balanço de pagamentos consideram as rendas líquidas enviadas como nulas. Dessa maneira, partindo da análise da esfera financeira, pretendeu-se fazer justamente o oposto, inferindo-se de que forma a vulnerabilidade externa é influenciada pela composição da Posição Internacional de Investimentos e pela interação entre os estoques externos e as rendas enviadas/recebidas do exterior.

Essas transformações levaram em conta que no âmbito mundial observou-se um fenômeno de crescente financeirização das transações externas com um expressivo aumento dos fluxos de capitais, enquanto o âmbito doméstico foi marcado por um processo de abertura da conta de capitais que inseriu diretamente o país ainda mais na liberalização financeira ocorrida no mundo.

Uma das principais consequências desse processo foi o aumento da participação dos investimentos estrangeiros em carteira e de investimentos diretos na economia brasileira, representado, de acordo com essa pesquisa, um efeito contraditório sobre a vulnerabilidade externa do país. Por um lado, a evolução da Posição Internacional de Investimentos ficou cada vez mais independente dos saldos em transações correntes; isso porque o efeito GDN (ganhos de detenção nominal), marcado pelas variações de preços dos estoques externos, passa a ser a variável determinante da evolução da PII. Assim, observa-se um grande aumento do passivo externo líquido num contexto de relativo equilíbrio das transações externas, afinal, o *déficit* acumulado em transações correntes no período analisado foi de 38 bilhões de dólares, enquanto a variação da PII foi de -324 bilhões de dólares.

Por outro lado, aponta-se que essas variações de valor dos estoques externos estão relacionadas com uma mudança na composição da PII brasileira, que diminuiu a participação dos passivos externos denominados em moeda estrangeira e aumentou a dos denominados em moeda doméstica. Além disso, ocorreu grande aumento do ativo externo (reservas internacionais) em moeda estrangeira, permitindo ao país obter uma dívida externa líquida negativa. Logo, e levando-se em conta que esses passivos externos denominados em moeda doméstica sofrem de uma dupla desvalorização (efeito câmbio e preço) em momentos de crise, concluímos pela diminuição da vulnerabilidade externa da economia brasileira pela ótica do presente estudo. Tal fato foi comprovado pela grande crise de 2008, quando o governo federal pode responder à crise adotando medidas monetárias e fiscais anticíclicas (postura muito diferente das crises

⁸⁰ Sobre os riscos da falta de financiamento externo (por conta dos déficits em transações correntes), o autor aponta que o superávit na conta capital foi mais do que o dobro das necessidades, acarretando na acumulação de reservas internacionais. Esses saldos positivos foram apontados como principalmente decorrentes dos investimentos em carteira, mais especificamente pela compra de ações. Além disso, o autor considera que apenas uma forte deterioração do cenário internacional poderia gerar problemas no financiamento do déficit em conta corrente.

internacionais anteriores), possibilitando uma recuperação, relativamente, bastante rápida da economia. Um dos fatores que permitiu essa política foi a expressiva diminuição da PII brasileira de 2007 para 2008, passando de aproximadamente -550 bilhões de dólares para -279 bilhões. Tal efeito, de acordo com nossa metodologia, foi em 110% decorrente do efeito GDN, ou seja, durante a crise a variação de preços dos estoques externos se mostrou benéfica para o país.

Além disso, observou-se que as rendas líquidas enviadas (no valor de 234 bilhões dólares) representaram aproximadamente 72% da variação da PII brasileira ao longo do período 2001-2009, ou seja, numa clara evidência da interação entre os fluxos e estoques e um alto efeito de circularidade entre ambos. Contudo, o *superávit* nas transações de bens e serviços serviu para amenizar o aumento do passivo externo líquido (representando -60% dessa variação; assim, os saldos em transações correntes ao longo do período explicaram apenas 12% da variação da PII). Dessa maneira, persistindo essa situação o país só consegue um equilíbrio nas transações correntes se realizar uma expressiva transferência de recursos ao exterior para o pagamento das rendas. Entretanto, podemos concluir que com a maior mobilidade dos capitais tal situação só tende a se agravar, já que a rentabilidade do ativo externo é muito menor do que a do passivo externo, ou seja, formar reservas internacionais com a entrada de capitais estrangeiros tem um custo muito elevado para o país.

Dessa maneira, a inserção externa realizada pela economia brasileira pelo lado financeiro, pela abertura da conta de capitais, parece levar a uma situação de excesso de entrada de capitais estrangeiros (em relação às necessidades das transações correntes), permitindo ao mesmo tempo a formação de reservas internacionais - que tendem a melhorar a solvência externa – com a apreciação cambial – que tende a piorar os *déficits* das transações correntes. Tal efeito contraditório sobre as contas externas parece ter levado a uma composição da PII que diminuiu a vulnerabilidade externa da economia brasileira, ao menos no curto prazo. Porém, no longo prazo se cristaliza a dependência dos financiamentos externos, principalmente para pagar o serviço desse enorme passivo externo líquido que vem se formando.

Referências Bibliográficas

- ARAUJO, Márcio Silva. *Estimativa dos Ganhos de Detenção Nominais de ativos financeiros: uma aplicação para as estatísticas de Balanço de Pagamentos e de Posição Internacional de Investimento*. In: IBGE. II Encontro Nacional de Produtores e Usuários de Informações Sociais, Econômicas e Territoriais, 2006.
- _____. Estatísticas do Setor Externo. In: FEIJÓ, C.A. ... (et al.), *Para Entender a Conjuntura Econômica*, Barueri, Ed. Manoele, 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <www.bcb.gov.br>
- BARBOSA & SOUZA. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E. e GARCIA, M. A. *Brasil, entre o passado e o futuro*. São Paulo, Ed. Fundação Perseu Abramo, Boitempo, 2010
- BELLUZZO, L.G.M. As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais. In: CARNEIRO, R. (Org.), *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Editora UNESP, 2006.
- BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. G. (2002). *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- BIANCARELI, A. Riscos na travessia? O financiamento externo e os desafios futuros da economia brasileira. In: CARNEIRO, R. e MATISJACIC, M. *Desafios do Desenvolvimento Brasileiro*. Brasília, IPEA, 2011

- CAMARA & SALAMA. A inserção diferenciada dos países em desenvolvimento na mundialização financeira. In: CHESNAIS, F. *A Finança Mundializada*, São Paulo, Boitempo Editorial, 2005.
- CARNEIRO, Ricardo. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo, Editora Unesp, IE-UNICAMP, 2002.
- _____. *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Editora UNESP, 2006.
- _____. (2008/2009). Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Disponível em: <www.ieecon.net/arquivos/pesquisa/41_304017920.pdf>.
- CHESNAIS. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Org.). *A Finança Mundializada*, São Paulo, Boitempo Editorial, 2005
- CYSNE, Rubens Penha, *Passivo Externo Líquido Versus Dívida Externa Líquida*, 2008. Disponível em: <www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS_E_REPORTAGENS_DE_POL_ECON/Artigos_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf>. Acesso em 16 de novembro, 2009.
- DUMÉNIL, G. & LÉVY, D., O Neoliberalismo sob a Hegemonia Norte Americana. In: CHESNAIS, F. (Org.), *A Finança Mundializada*, São Paulo, Boitempo Editorial, 2005.
- FMI. *Quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional*, 1993.
- FMI. *Quadro de Avaliação da Qualidade dos Dados Das Estatísticas da Dívida Externa*. Departamento de Estatística. Julho de 2003.
- GONÇALVES, R. Capítulo V. In: GONÇALVES, R. (et al.) *A Nova Economia Internacional: Uma Perspectiva Brasileira*, São Paulo, Ed. Campus, 1998.
- _____. Maxidesvalorização, vulnerabilidade externa e a crise brasileira. *Revista Ensaios FEE*, Vol. 27, número 1, pág 50-69, Porto Alegre (RS), 1999.
- _____. *Economia Política Internacional: fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.
- GREMAUD, A. P., VASCONCELLOS, M.A.S. & TONEDO JÚNIOR, R. *Economia Brasileira Contemporânea*, São Paulo, Ed. Atlas, 2009.
- LACERDA, A. C. *Globalização e Investimento Estrangeiro no Brasil*. São Paulo, Saraiva, 2004
- _____. Financiamento e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira, In: FERREIRA, M.R.J. (Org.) e MARQUES, R.M. (org.), *O Brasil Sob a Nova Ordem*, São Paulo, Saraiva, 2009.
- LOPREATO. A política fiscal brasileira: limites e entraves ao crescimento. In: CARNEIRO, R. *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. UNESP, 2006.
- MACEDO E SILVA, A.C. & DOS SANTOS, C.H. *Além do curto prazo? Explorando os nexos entre a teoria pós keynesiana e a macrodinâmica de fluxos e estoques*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 141, abr. 2008.
- MARX, K. (2008). *O Capital: crítica da economia política*, livro terceiro: o processo global de produção capitalista, volume V, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira.
- MERCADANTE, A. O Brasil pós-Real: a política econômica em debate/ Aloizio Mercadante (Org.). Campinas, SP, UNICAMP/IE, 1998.
- PRATES, D. M. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. In: CARNEIRO, R. *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp, 2006.
- SIMONSEN, Mário Henrique & CYSNE, Rubens Penha, *Macroeconomia*, 3ª edição. Rio de Janeiro. Editora Atlas, 2007