

A Ortodoxia Neo-Companheira: vulnerabilidade externa, política econômica e
determinação dos fluxos de capitais

Juan Pablo Paineira Paschoa^{*}

Marcelo Dias Carcanholo^{**}

Resumo: O objetivo do artigo é a discussão dos princípios da política macroeconômica que condicionam o crescimento econômico no Brasil e os seus impactos sobre o grau de vulnerabilidade externa e sobre o endividamento do país. Em específico, discute-se como a política econômica do atual governo reforça o caráter ortodoxo daquilo que era implementado no governo passado e, portanto, mantém a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira.

Palavras-chave: Economia Brasileira, Política Econômica e Vulnerabilidade externa.

Abstract: The objective of paper is the debate about the principles of macroeconomic policy that influence the economic growth in Brazil and its effects on the degree of external vulnerability and on the debt of country. In this context, discusses how the economic policy of the actual government reinforces the orthodox characteristics of policy what was implemented in the last government. Consequently, keep the structural external vulnerability of brazilian economy.

Key words: Brazilian Economy, Economic Policy and External Vulnerability.

Constatado o perfil ortodoxo da atual estratégia de política econômica, o trabalho procura argumentar que essa característica aprofunda o caráter estrutural da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Nesse sentido, na primeira seção, são apresentados os princípios teóricos da abordagem neoclássica que condicionam à trajetória de crescimento econômico sustentável. Na segunda seção, é mostrada a semelhança entre os diagnósticos e soluções propostas pelo governo Lula e pela abordagem neoclássica no que se refere aos elementos fundamentais da política econômica com vistas ao crescimento econômico. Na terceira seção, é discutida a relação entre os princípios macroeconômicos da abordagem neoclássica e a autonomia de política econômica em conjunto com os fundamentos que determinam o fluxo de capital estrangeiro e que condicionam a dinâmica da dívida pública. Na quarta seção, são analisados alguns indicadores de vulnerabilidade externa da economia brasileira. Por último, são feitas as considerações finais.

1- Argumentos ortodoxos sobre a condução da política econômica

O objetivo desta seção é mostrar os argumentos defendidos pelos neoclássicos (ou ortodoxos) que condicionam a trajetória de crescimento econômico, em particular, o da

^{*} Mestre em Economia pelo Instituto de Economia da UFRJ e Analista do Banco Central.

economia brasileira recente¹. Em especial, não será abordada a discussão microeconômica do crescimento, mas a relação entre as políticas macroeconômicas, seus instrumentos e indicadores de endividamento.

Na discussão econômica parece haver um certo consenso na identificação das altas taxas reais de juros como principal entrave a trajetórias de crescimento sustentável². Neste sentido, Pastore e Pinotti (2002: 3) afirmam que “para encaminhar uma solução, é preciso, preliminarmente, responder a duas perguntas: a) por que esta taxa real de juros tem sido elevada?; b) quais são as políticas macroeconômicas que conduzirão ao seu declínio?”. As soluções propostas pela ortodoxia partem das possibilidades de política econômica abertas pelo tradicional modelo Mundell-Fleming, em específico da relação entre mobilidade de capitais e os regimes cambial, monetário e fiscal.

Neste modelo, a taxa real de juros depende dos regimes cambial e monetário. Sob taxa de câmbio fixa, a taxa de juros absorve integralmente o ajuste do fluxo de capital externo. Em contraposição, no regime de câmbio flutuante, a política monetária pode ser utilizada para objetivos internos, uma vez que a taxa de câmbio é a variável de ajuste. Por essa característica, o segundo é preferível quando se procura patamares de taxas reais de juros adequadas a uma trajetória sustentável de crescimento. Em síntese, sob regimes de câmbio-fixo ou quase fixos, as variações da taxa de juros necessárias para a absorção de choques externos são maiores que sob regimes de câmbio flexível³.

Entretanto, a liberdade cambial exige uma nova âncora para a estabilização dos preços⁴. Para a perspectiva ortodoxa, esta nova âncora é a garantia de que a política monetária tenha como meta exclusiva o controle da inflação. Em sua nova roupagem, esta idéia assume as formas de regimes de metas inflacionárias e Banco Central independente.

** Doutor em Economia pelo Instituto de Economia da UFRJ e Professor Adjunto do IE-UFU.

¹ Dentre as várias referências dentro dessa perspectiva, os trabalhos de Pastore e Pinotti (2002) e (2003) parecem ser os mais claros e sintéticos. Esta seção está referenciada, principalmente, nestes trabalhos.

² Essa relação é válida no argumento mais ortodoxo, como em Stiglitz (2002) ou Rojas-Suarez (2004), em uma visão crítico-conjuntural como a de Delfim Netto (1998) ou dentro do pensamento mais crítico como Batista Jr. (2000), Paulani (2003), Carlos Eduardo Carvalho (2003) ou Fernando J. Cardim de Carvalho (2003). O que distingue as diferentes concepções são as razões que levam às altas taxas de juros.

³ As possíveis combinações entre autonomia de política econômica, mobilidade de capital e regime cambial serão discutidas adiante, com mais detalhes.

⁴ As bases analíticas desta abordagem teórica são as formulações de paridade de poder de compra e paridade de taxa de juros. Sobre esse assunto uma boa referência é Obstfeld e Rogoff (1996).

A relação entre risco-país e taxa real de juros está fundamentada, essencialmente, na capacidade das políticas macroeconômicas garantirem a solvência fiscal, expressa na relação dívida pública como proporção do PIB, e a estabilidade de preços, os chamados fundamentos econômicos. Pastore e Pinotti (2002: 4) identificam os seguintes fatores explicativos do risco país: a fragilidade do ajuste fiscal, a herança de um passado de políticas fiscais expansionistas, e de descumprimento de contratos, contra o retorno das quais não há qualquer garantia, devido à ausência de institucionalização das decisões, da fragilidade das bases de sustentação de uma arrecadação tributária elevada, da curta vida das restrições legais à indisciplina fiscal, como a Lei de Responsabilidade Fiscal, e da ausência de independência formal do Banco Central.

Portanto, o risco-país é função da relação dívida sobre PIB que, em seus termos, depende do superávit primário das contas públicas e, no mais longo prazo, de reformas institucionais que garantam tanto a solvência fiscal quanto à estabilidade de preços. Dessa forma, as elevadas taxas reais de juros no Brasil teriam origem, fundamentalmente, na crescente necessidade de financiamento das contas públicas⁵.

A dinâmica da dívida pública é definida em Pastore e Pinotti (2003: 4-8) em função de alguns fatores. Em primeiro lugar, da relação entre superávits primários, taxas reais de juros e de crescimento real do PIB. Em segundo lugar, da taxa de câmbio, tendo em vista a proporção do estoque indexado ao câmbio. Por último, da influência do prêmio de risco-país. Como regra, maiores taxas reais de juros implicam aumento do estoque real da dívida. Para o pensamento ortodoxo, como essas maiores taxas provêm da elevação do risco-país, e este é resultado da falta de credibilidade na manutenção do equilíbrio fiscal, maiores superávits primários permitem uma redução na taxa de juros e controle do estoque da dívida.

Até aqui, regime de câmbio flutuante e a solvência fiscal são elementos indispensáveis na redução das taxas reais de juros. Além disso, a obtenção de poupança pública (superávit primário) leva a redução da absorção interna, possibilitando o

⁵ Esta argumentação está presente em todos os autores ortodoxos. Giambiagi e Além (2000: 201) afirmam categoricamente que “é claro que sempre é possível argumentar que uma mesma queda deste [déficit público] pode ser obtida com maior redução de juros e menor sacrifício primário...Em um primeiro momento, porém, antes de ser conquistada a confiança dos detentores de títulos no sentido de que o governo é solvente, a forma natural de manter o interesse dos credores do governo em rolar a dívida é ter uma taxa de juros atraente a

financiamento dos déficits em conta corrente, ao mesmo tempo em que libera os gastos privados em investimento e, portanto, abre espaço para o crescimento econômico⁶. Com isso, temos o programa completo de políticas macroeconômicas, proposto pela ortodoxia, que reduziria as taxas reais de juros: a) política fiscal que objetive a estabilização e redução da relação dívida/PIB, e contribua no ajuste externo; b) regime cambial flutuante; c) garantia de estabilidade de preços; e d) reformas institucionais de mercado.

2– Política Econômica do Governo Lula: a lógica do absurdo

O discurso oficial a respeito da política econômica do governo Lula, no seu início, afirmava que o caráter ortodoxo da mesma deveria ser mantido como forma de garantir a credibilidade que evitasse o aprofundamento da crise econômica herdada. Em um segundo momento, ocorreria uma mudança desse caráter mais conservador de condução da política econômica. Dessa maneira, a ortodoxia no gerenciamento da economia do novo governo seria apenas uma fase de transição.

Uma leitura mais atenta dos documentos oficiais, entretanto, demonstra que essa suposta fase de transição é, na verdade, a própria estratégia de política econômica do governo Lula. Na dicotomia ruptura-continuidade, o novo governo optou pelo aprofundamento de uma política econômica responsável pelo quadro de instabilidade e crise herdado⁷.

O documento Política Econômica e Reformas Estruturais do Ministério da Fazenda de 2003 define, principalmente, as diretrizes da política macroeconômica e desmistifica o seu suposto caráter de transição. Em seu diagnóstico, o documento identifica os graves desequilíbrios fiscais das últimas décadas como responsáveis pela inflação elevada e pelo aumento na relação dívida/PIB. O caráter ortodoxo é revelado na associação das altas taxas de juros reais como consequência do crescimento da dívida pública. O impacto disso na restrição ao crescimento fica claro quando afirma (Ministério da Fazenda, 2003: 5):

ponto de evitar que a insuficiência dessa rolagem afete a emissão monetária – gerando pressões sobre o mercado de ativos e sobre os preços”.

⁶ Este argumento é o tradicional efeito *crowding-out*. A obtenção de saldos públicos primários reduz a taxa de juros, que eleva os investimentos privados.

⁷ A racionalização de que o “mais do mesmo” é a solução daquilo que provocou o que se procura combater chamamos aqui de lógica do absurdo. Em termos metodológicos, é como se houvesse um salto qualitativo pela mera exacerbação quantitativa.

“Uma relação dívida/PIB crescente diminui a taxa de crescimento econômico de longo prazo. Por um lado, o financiamento do gasto público passa a exigir uma fração crescente dos recursos da sociedade, reduzindo o crédito disponível para o setor privado. Por outro lado, o próprio Estado perde a capacidade de investir em áreas essenciais. Ademais, a não sustentabilidade de uma relação dívida/PIB crescente acarreta um aumento da desconfiança sobre a capacidade do governo em honrar os seus compromissos futuros, resultando em maiores prêmios de risco dos títulos da dívida pública e em aumentos da taxa de juros, desestimulando o investimento privado e reduzindo a taxa de crescimento econômico”. (negrito no original)

A partir do diagnóstico, a proposta de política econômica se resume a obter o equilíbrio sustentável das contas públicas. No longo prazo, além dos superávits primários, torna-se necessária a implementação de reformas estruturais da previdência e tributária. O sentido dessas reformas é o de permitir o ajuste estrutural das contas públicas. Isto é explicitado quando destaca que (Ministério da Fazenda, 2003: 7):

“o novo governo tem como primeiro compromisso da política econômica a resolução dos graves problemas fiscais que caracterizam nossa histórica econômica, ou seja, a promoção de um ajuste definitivo das contas públicas. A ruptura com o passado de ausência de disciplina fiscal não pode ser baseado em arrecadações temporárias nem na expansão sem freio de contribuições em cascata que distorcem o sistema de preços relativos. Essa mudança exige o ajuste sustentável das contas públicas, com gestão mais eficiente dos recursos disponíveis, assim como reformas estruturais que assegurem o equilíbrio de longo prazo do orçamento público e permitam a retomada do investimento do governo em infra-estrutura e expansão dos gastos sociais”. (itálico e negrito originais)

A similaridade entre as diretrizes de política econômica do governo Lula, expressas nesse documento oficial, e o argumento ortodoxo apresentado na seção anterior é evidente, dispensando maiores comentários a respeito da sua identidade em relação ao diagnóstico e as soluções apresentadas.

Desde já, algumas considerações críticas ao documento podem ser adiantadas. Em primeiro lugar, o documento assume que, caso o governo brasileiro tivesse realizado um superávit primário de 3,5% ao ano do PIB, desde 1995, a relação dívida/PIB seria a metade

da atual, em torno dos 30%. Além de não exibir a simulação estatística, o documento ignora o efeito depressivo da manutenção desses saldos primários sobre o PIB.

Em segundo lugar, o cenário mundial pressuposto para as análises do documento é falso. Assume-se que a elevada relação dívida/PIB está conjugada com uma conjuntura internacional restritiva, reforçando a necessidade do caráter austero da política fiscal. Ao contrário, o patamar das taxas de juros americanas é o mais baixo dos últimos quarenta anos, o que possibilita melhores condições de obtenção de financiamento externo. Qualquer subida eventual desse patamar dificultaria essas condições. Mesmo autores reconhecidamente ortodoxos, como Pastore e Pinotti (2003: 2), reconhecem que a elevada liquidez do mercado financeiro internacional contribuiu para a redução do risco-país.

A reafirmação dos princípios da política econômica do governo Lula pode ser encontrada na forma de condução da política monetária. Em janeiro de 2004, quando o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central se decidiu pela manutenção da taxa Selic em 16,5%, foram usadas, dentre outras, as seguintes hipóteses e/ou justificativas para a decisão⁸. Em relação à política fiscal, “supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do Produto Interno Bruto (PIB) neste e nos próximos dois anos.” Ou seja, a obtenção do ajuste fiscal como pano de fundo da política monetária. Em outro momento, “o Copom entendeu que o aumento recente da inflação e das projeções pode não representar somente um fenômeno temporário, como ocorreu em setembro de 2003, mas uma eventual acomodação da inflação em patamares mais elevados. Mesmo que o que esteja ocorrendo atualmente seja um episódio temporário, o aumento da inflação projetada já recomendaria cautela adicional na condução da política monetária.” Nesta passagem, pode-se observar o caráter inequívoco da política monetária na perseguição da estabilidade de preços.

Portanto, a comprovação da identidade da política macroeconômica pode ser aferida por meio da atuação do Banco Central. Cumpre salientar, que o objetivo deste artigo é a discussão dos princípios da política econômica e não o atual patamar de taxa de juros do país.

⁸ As justificativas da decisão do Copom, bem como os seus fundamentos, são divulgadas por meio de suas atas. A ata objeto de análise é a da 92ª reunião do Copom, ver Banco Central (2004b).

3- Determinação dos Fluxos de Capitais e Dinâmica da Dívida Pública

3.1- Autonomia de Política e Determinação dos Fluxos de Capitais

Alguns autores como Ocampo (1999) afirmam que a manutenção de um regime de câmbio fixo, aliado com um alto grau de abertura financeira, é incompatível com a autonomia de política econômica. Essa idéia bastante conhecida, que parte do modelo Mundell-Fleming de economia aberta, surge do resultado de endogeneização da oferta de moeda em uma determinada região econômica. Com perfeita mobilidade de capital, qualquer variação no fluxo de capital externo deve ser compensada pela variação proporcional da oferta de moeda doméstica, sob pena de alterar o valor da taxa de câmbio, que é fixado em um determinado patamar, por definição, em um regime de câmbio fixo. Dessa forma, dado o compromisso na manutenção desse patamar, a autoridade monetária não pode alterar a oferta monetária, sem uma modificação prévia do fluxo de capital externo. Portanto, a autonomia na condução da política monetária fica restringida em um regime de câmbio fixo com alta mobilidade do fluxo de capitais. Abertura financeira, regime de câmbio fixo e autonomia de política econômica formariam assim uma trilogia impossível.

Como não é possível manter essa trilogia, surgiriam três opções/estratégias alternativas de política, associadas à maior ou menor dependência do fluxo de capitais externos. A primeira opção seria manter um regime de conversibilidade, preservando a liberalização do fluxo de capitais externos e o regime de câmbio fixo, abrindo-se mão da autonomia de política econômica. O caso clássico mais recente deste tipo de estratégia foi a economia da Argentina dos anos 90, onde a paridade do peso argentino em relação ao dólar era mantida até por lei constitucional, e qualquer variação na oferta de moeda doméstica só poderia ser resultado de variações no saldo do balanço de pagamentos.

A segunda opção/estratégia possível a partir da impossibilidade em manter a trilogia aliaria a liberalização financeira externa e a autonomia de política, renunciando à manutenção do compromisso de câmbio fixo, o que definiria um sistema de livre flutuação cambial. Neste sistema, a entrada ou saída líquida de capital impactaria totalmente sobre a taxa de câmbio, permitindo a não-endogeneização da oferta de moeda doméstica, que seria determinada autonomamente pelo governo, em função de seus objetivos.

A autonomia de política neste regime de câmbio flutuante não possui uma característica binária, isto é, ou existe total autonomia na determinação da oferta de moeda, dado que a taxa de câmbio se ajusta aos movimentos de capital, ou essa autonomia é totalmente restringida pelo compromisso de manutenção do câmbio fixo. Ao contrário, a autonomia de política é uma questão de grau, dependendo do comprometimento com uma determinada faixa (banda) cambial de flutuação. O exemplo clássico é o regime de câmbio flutuante sujo. Neste regime não existe nenhum compromisso formal *a priori* da autoridade de política com um determinado patamar da taxa de câmbio, mas tampouco é de seu interesse – por motivos outros de política econômica que transcendem a nossa temática – que a taxa de câmbio flutue sem limites, refletindo a maior ou menor entrada/saída de recursos⁹. Nesse caso, a autoridade monetária intervém no mercado cambial (comprando ou vendendo divisas) para conter a flutuação na taxa de câmbio. Neste regime, obviamente, a autonomia de política não seria total, como no caso do regime de câmbio flutuante puro, pois a oferta de moeda guarda uma relação com fluxo de capitais, ainda que em menor grau do que no regime de câmbio fixo.

Um outro exemplo é o regime de banda cambial de flutuação, adotado pelo Brasil entre 1994 e 1999. Neste, a autoridade monetária deixaria a livre flutuação da taxa de câmbio em um determinado intervalo composto por um teto e um piso mas, além destes limites, a autoridade monetária interviria no mercado para garantir a manutenção da banda.

Antes de passar para a terceira opção/estratégia já se faz necessário um comentário sobre uma das principais variáveis em uma economia capitalista moderna: a taxa de juros. Em um regime de conversibilidade, que alie o câmbio fixo e a abertura financeira, a taxa de juros doméstica é determinada em função da maior ou menor necessidade de atração de

⁹ Na realidade, o fundamental para os investidores é a expectativa de variação cambial. Portanto, o aumento da volatilidade da taxa de câmbio tende a elevar a instabilidade dos fluxos de capital.

capitais, abstraindo aqui outros objetivos da política econômica como o controle inflacionário, por exemplo. Em um regime de flutuação cambial puro, essa relação não é mais observada, pois o ajuste se dá totalmente na taxa de câmbio, e a taxa de juros pode assumir um nível em função de outros objetivos de política econômica. Como intermediário, o regime de flutuação suja guardaria um pouco dos dois; a variação do fluxo de capitais levaria a um ajuste tanto na taxa de câmbio como na determinação da taxa de juros.

Esses resultados clássicos dos modelos tradicionais de economia aberta precisam ser, para dizer o mínimo, revistos. Isto porque a autonomia de política não é resultado da mera escolha de regime cambial, como decorre do modelo anterior. Mesmo com um regime de câmbio flutuante puro não existe garantia de autonomia na determinação das principais variáveis de política econômica. Isto abriria espaço para uma terceira opção/estratégia a partir da impossibilidade de conjugar a trilogia câmbio fixo – abertura financeira – autonomia de política. Trata-se de uma estratégia que, além de romper com o regime de câmbio (quase) fixo, reduza o grau de abertura financeira e, portanto, da dependência dos fluxos de capitais externos. Isso possibilitaria um maior grau de autonomia de política do que com a opção de flutuação cambial com alta mobilidade de capital. Isto pelas razões a seguir.

Mesmo em um regime com câmbio flutuante, o fluxo de capitais costuma ser entendido com função de três variáveis: o diferencial entre a taxa de juros doméstica e as taxas internacionais, a variação esperada nos preços dos ativos domésticos (reais e financeiros), e a variação esperada na taxa de câmbio. Quanto maior for a taxa de juros interna, frente à internacional, a expectativa de subida dos preços dos ativos domésticos e a valorização esperada do câmbio, maior tenderia a ser a entrada líquida de capital, e vice-versa. Ocorre que a própria movimentação autônoma – sem influência de nenhuma das três variáveis, e independente do regime cambial – tende a gerar flutuações nas próprias taxas de câmbio, juros e/ou nos preços dos ativos domésticos.

Com uma forte saída líquida de capitais a taxa de câmbio se desvaloriza, ou então a autoridade monetária eleva as taxas domésticas de juros na tentativa de conter essa saída, de forma que pode ocorrer uma combinação em que a saída de capitais provoque a

desvalorização do câmbio e a subida da taxa de juros¹⁰. Além disso, a saída de capitais pode implicar venda de ativos domésticos (reais e/ou financeiros), o que pressiona seus preços para baixo. De variável explicada, a livre movimentação de capitais, devido a alterações nas expectativas de ganhos de curto prazo (ligadas ao risco e incerteza das operações), passa a ser a explicação daquelas três variáveis que seriam supostamente exógenas. A circulação dos capitais ganha um caráter predominantemente especulativo e as políticas domésticas perdem autonomia, na medida em que a circulação de capitais coloca limites no manejo das taxas de juros domésticas, gerando flutuações extremas nas taxas de câmbio e nos preços dos ativos reais e financeiros.

Essa movimentação autônoma e especulativa dos capitais frente às três variáveis significa que o fluxo de capitais é completamente independente? Não. Em que pese o seu caráter especulativo, o fluxo de capitais depende dos fundamentos da economia em questão! Mas não dos fundamentos propalados pela teoria/ideologia convencional e o senso comum (inflação, superávit primário das contas públicas, etc.). Trata-se dos fundamentos relativos à capacidade de pagamento/honra dos compromissos (dívidas) assumidos junto aos credores e investidores. Como qualquer lógica prestamista, quando existe algum sinal, ainda que meramente esperado, de que o tomador do empréstimo não irá pagar os seus compromissos, são revertidas as expectativas e o fluxo de capitais tende a se reverter. Essas condições de solvência são dadas por indicadores de vulnerabilidade externa¹¹. Os principais indicadores de vulnerabilidade externa são¹²:

(1) juros líquidos / exportações

(2) dívida externa líquida / PIB

¹⁰ As crises cambiais brasileiras de 1999 e 2002 são exemplos recentes desse processo, quando abruptas elevações da taxa de juros sucederam fortes desvalorizações cambiais. No início de 1999, a taxa de juros praticamente dobrou atingindo 45% ao ano. Já na crise de 2002, que se desdobra em 2003, a taxa de juros sai de 18% ao ano e alcança o patamar de 26,5%. Esses exemplos também mostram a maior variação da taxa de juros, como resposta à crise de financiamento externo, em regimes de maior comprometimento com determinado nível de taxa de câmbio.

¹¹ O grau de vulnerabilidade externa de uma economia reflete a capacidade que ela tem de resistência a choques de financiamento externo, dentro de um sistema financeiro instável. Essa vulnerabilidade depende das opções de resposta (instrumentos de política) a disposição das autoridades de política econômica e dos custos de enfrentamento (ajuste) dos choques (Gonçalves, 1999).

¹² A tradicional agência de *rating* Moody's constrói sua classificação de risco em função de vários indicadores, tais como a proporção da dívida externa total sobre a receita total de conta corrente, razão entre o serviço da dívida externa e essa receita e a proporção entre (dívida externa de curto prazo + dívida de longo prazo vincenda no ano corrente + depósitos de não-residentes de prazo superior a 1 ano) sobre as reservas internacionais (Moody's, 2003).

- (3) estoque de reservas internacionais / dívida externa total
- (4) dívida externa líquida / exportações
- (5) serviço da dívida externa / estoque de reservas internacionais
- (6) juros líquidos / estoque de reservas internacionais
- (7) saldo em transações correntes / PIB
- (8) serviço da dívida externa / exportações
- (9) serviço da dívida externa / PIB

Do ponto de vista do tempo de resposta na relação fluxo de capital externo – indicadores de vulnerabilidade, os indicadores (3), (5) e (6) podem ser considerados de mais curto prazo e, portanto, mais voláteis, enquanto que os indicadores (1), (8), (2), (4), (7) e (9)¹³ podem ser considerados mais estruturais, isto é, não refletem tanto a conjuntura volátil manifestada no resultado do balanço de pagamentos, com maior ou menor entrada de recursos externos. Esse movimento conjuntural é captado pelo primeiro grupo de indicadores, pois é nele que se encontra o estoque de reservas internacionais, resultado do balanço de pagamentos.

Já no que se refere à capacidade de pagamento da dívida propriamente (estoque e serviço), os indicadores (1), (2), (3), (4), (5), (6) e (8) são os mais propícios. Eles indicam o quanto à capacidade de gerar receitas (exportações, PIB e reservas internacionais) está comprometida no pagamento das obrigações (juros líquidos, dívida externa e amortizações).

Quanto à especificidade de cada indicador, dois comentários são necessários. Em primeiro lugar, o indicador (7), saldo em transações correntes como proporção do PIB, costuma ser tratado como a necessidade de financiamento externo da economia em questão, no caso do saldo ser negativo. Entretanto, além do déficit em transações correntes, a necessidade de financiamento externo inclui as amortizações da dívida externa, normalmente contabilizadas na conta de capital do balanço de pagamentos. Em segundo lugar, os indicadores (4), (5), (6) e (9) tratam conjuntamente variáveis que refletem um fluxo e variáveis que expressam um estoque. O sentido desses indicadores pode ser

¹³ Em termos mais rigorosos os indicadores (2) e (4) incluem o estoque de reservas internacionais e, portanto, estariam sujeitos a variações de mais curto prazo no resultado do balanço de pagamentos. Entretanto, o estoque de reservas internacionais serve apenas para chegar ao estoque da dívida externa líquida, esta sim uma variável que reflete muito mais o caráter estrutural das contas externas.

ilustrado pelo significado do indicador (4), a dívida externa líquida sobre exportações. Esse indicador mostra quantos anos seriam necessários para pagar a dívida externa líquida (a total deduzida das reservas internacionais) com o fluxo de exportações daquele período, supondo que esse fluxo se mantenha ao longo desses anos e, neste caso específico, abstraindo o efeito de saída de recursos com o fluxo de importações¹⁴.

Dessa maneira, o fluxo de capitais externos que parecia ser indeterminado, ou melhor, depender única e exclusivamente da formulação autônoma de expectativas frente às variáveis-chave taxa de câmbio e taxa de juros, passa a possuir uma determinação menos autônoma na observação dos indicadores de vulnerabilidade. Ainda assim, existe uma especificidade nos indicadores no que diz respeito a essa causalidade. Os indicadores que contém a variável reservas internacionais -principalmente os indicadores (3), (5) e (6) – são muito mais um resultado da movimentação do capital do que sua explicação. Isso porque a entrada/saída de capital impacta no resultado do balanço de pagamentos e, portanto, no estoque de reservas internacionais. Mesmo assim, como se trata de indicadores que refletem a volatilidade no curto prazo, a sua observação por investidores que ainda não reformularam suas decisões indica qual é o movimento tomado pelos primeiros investidores a fazê-lo e, portanto, acabam servindo, em segunda instância, como indicadores que determinam a movimentação de capital, e definindo um movimento auto-referenciado. Este processo é tratado na literatura convencional como comportamento de manada e/ou efeitos de contágio¹⁵.

Esse grau de reciprocidade causal em nada altera a dependência estrutural vulnerabilidade externa → fluxo de capital externo. Ao contrário, ela só demonstra o efeito cumulativo da forte entrada de capital externo (na forma de dívida ou de investimento) sobre o passivo externo da economia e sua capacidade de solvência. Em específico, os indicadores que refletem a capacidade de pagamento e a estrutura de seu endividamento explicam a tomada de decisões daqueles primeiros investidores.

¹⁴ Na realidade, um indicador mais expressivo deveria tratar o saldo comercial, dada a saída de recursos com o pagamento de importações. Entretanto, como o saldo comercial pode apresentar déficits, costuma-se trabalhar apenas com as exportações.

¹⁵ A teoria convencional, em sua fase mais recente, trata as crises cambiais como decorrência da fragilidade financeira oriunda dos problemas de informação assimétrica, inerentes aos mercados financeiros. Dentre esses problemas figuram o contágio e o comportamento de manada. Um modelo típico sobre o efeito-contágio pode ser encontrado em Calvo (1999). Já modelos de manada são tratados, por exemplo, em Calvo (1995) e em Licha e Campante (2000).

Nos países periféricos à dinâmica da acumulação mundial de capital essa situação é ainda mais complicada. Dados os históricos déficits na conta de serviços e o grande peso das amortizações da dívida externa, a necessidade de financiamento externo é muito elevada. Seja na forma de endividamento direto, seja em investimentos (diretos ou de portfólio), esses recursos recolocam os problemas de balanço de pagamentos em maior volume para adiante, por causa do crescimento do serviço da dívida e da remessa de lucros e dividendos, respectivamente, além do caráter inerentemente volátil do investimento de portfólio. Essa recorrente e crescente dependência do capital externo no fechamento das contas externas é o principal traço da moderna dependência. Justamente em razão dos déficits estruturais no balanço de serviços, os indicadores de vulnerabilidade externa utilizados em agências de risco como a Moody's incluem a receita total em conta corrente, ao invés da receita com exportações.

O capital externo pode assumir quatro formas: subvenções/doações, créditos (seja na forma de empréstimos ou pela colocação de títulos (bônus) no mercado internacional), investimento direto estrangeiro e investimento de portfólio¹⁶. As subvenções/doações são a melhor forma do ponto de vista econômico, uma vez que não implicam na necessidade de pagamento futuro de dívida, mas geralmente vêm acompanhadas de ingerência, por definição, restrição de autonomia de política. Os créditos, por sua vez, podem ser de curto, médio ou longo prazo. Obviamente, quanto maior for o prazo obtido para o pagamento da dívida, menor tende a ser o seu peso sobre as contas externas no futuro próximo e, portanto, sobre a necessidade premente de financiamento externo. Entretanto, o serviço dessa dívida depende do período de carência acordado, do prazo de pagamento, e da taxa de juros. Economias com elevado grau de vulnerabilidade externa costumam refinar suas dívidas com menores prazos de pagamento e maiores taxas de juros, o que piora o perfil dessas obrigações. Quanto às formas de pagamento, teoricamente, elas podem ser efetuadas em moeda local (geralmente não-conversível), em moeda conversível (forte), que não é de emissão pelos países periféricos, o que exige vultosos saldos na balança comercial (não raro

¹⁶ Kalecki (1987) só identificou as três primeiras formas, com exceção do crédito via emissão de bônus, uma vez que, na época em que escrevia (1968), o investimento em portfólio não possuía a mesma importância e dinâmica que na atualidade.

obtidos com recessão) e/ou novo endividamento ou ingresso de capital externo, que elevam o passivo externo da economia em questão¹⁷.

A terceira forma assumida pelo capital externo é o investimento direto estrangeiro que é tradicionalmente tratado como a melhor forma, uma vez que assumiria um caráter de mais longo prazo, com maior comprometimento produtivo e de geração de empregos. Para que isso ocorra, entretanto, o capital externo direcionado para o investimento produtivo deve ser direcionado preferencialmente para o setor *tradables*, isto é, para setores que produzam bens exportáveis. Com um maior nível de exportações é reduzida a necessidade de financiamento externo, assim como melhora o perfil dos indicadores de vulnerabilidade associados às exportações. Do ponto de vista das contas externas, o reinvestimento dos lucros e dividendos também seria desejável para que não houvesse pressão posterior sobre o balanço de serviços¹⁸. Ao menos no caso latino-americano da última década, o investimento direto estrangeiro foi direcionado em maior parte para o processo de privatizações, para aquisições e para fusões, o que, em si, não representa acréscimo de capacidade produtiva, apenas transferência patrimonial¹⁹. Tampouco pode se dizer que a contribuição desses investimentos para as exportações tenha sido substancial. Por outro lado, esses investimentos vieram acompanhados de posteriores remessas de lucros e dividendos em grandes volumes, o que provocou o agravamento da restrição externa do balanço de pagamentos. Não bastasse isso, como lembra Kregel (1996), o processo de inovações financeiras relativizou o caráter de longo prazo desses investimentos, permitindo a saída imediata de recursos frente a qualquer turbulência antevista pelos investidores.

A última forma assumida pelo capital externo, o investimento de portfólio, é justamente aquela que guarda maior relação com o caráter autônomo/especulativo de sua circulação. Ao invés do fluxo deste tipo de capital ser explicado pelo diferencial nas taxas

¹⁷ A importância analítica do conceito de passivo externo (estoque da dívida mais estoque de capital externo) é dada pelo fato de que este passivo implica saída de recursos que vão além do serviço da dívida externa, em especial a remessa de lucros e dividendos, e que, por isso, reflete com mais precisão a verdadeira transferência de renda.

¹⁸ Esta perspectiva embasa o pensamento da nova CEPAL. Ao invés de reduzir o grau de abertura externa que caracterizou a implementação das políticas neoliberais na América Latina nas últimas décadas, o pragmatismo da nova CEPAL afirma que se deve tomar isso como um dado (e não reverter essas políticas), de forma a aproveitar da melhor forma possível a associação com o capital externo. Essa concepção da nova CEPAL pode ser encontrada em Ocampo (1999), French-Davis (1999) e Bielschowsky (2000, 2º. volume).

¹⁹ Sobre esse assunto específico e outros relacionados às reformas neoliberais na América Latina, consultar Cano (2000).

de juros, pela variação esperada no preço dos ativos domésticos, e pela desvalorização esperada do câmbio, sua circulação autônoma (especulativa) – independente do regime cambial, mas dependente das condições de solvência da economia em questão, sinalizada pelos indicadores de vulnerabilidade externa – é que termina provocando a alteração daquelas três variáveis.

3.2- Dinâmica da Dívida Pública

Um outro indicador de vulnerabilidade muito utilizado é a relação da dívida pública como proporção do PIB. A abordagem ortodoxa encara essa relação assumindo que os seus compromissos financeiros (serviço da dívida, o que inclui o pagamento dos juros) devem ser honrados, até como forma de garantir a credibilidade exigida pelo capital externo para continuar fechando as contas externas. Dado o compromisso com a parte financeira das despesas públicas, a manutenção desse indicador em uma relativa estabilidade só seria obtida com saldos primários positivos nas contas públicas.

É essa separação entre as despesas financeiras e não financeiras que faz com que essa abordagem ortodoxa trabalhe com o conceito primário de déficit público, que exclui o pagamento de juros da dívida, ao invés do conceito de déficit operacional, que inclui esse pagamento, abstraindo os efeitos da correção monetária.

Do ponto de vista do financiamento do déficit público, existem três formas clássicas de realizá-lo: emissão de moeda (monetização), venda de ativos públicos (privatização) e emissão de títulos de dívida pública. Esta última forma costuma ser mais utilizada e impacta diretamente no estoque da dívida pública. O argumento ortodoxo sustenta que quanto maior for o déficit público, menor será a credibilidade do governo em honrar seus compromissos e, portanto, maior será a exigência de taxa de juros pelos compradores dos títulos de dívida pública²⁰. Assim, a redução da taxa de juros teria como condição a redução do déficit (ou, obtenção sustentada de elevados superávits primários).

²⁰ No entanto, observando atentamente essa relação dívida-risco para os países centrais nos últimos anos verifica-se exatamente o oposto. Nos EUA, no período entre 1998 e 2000, quando o país apresentava superávit nas suas contas públicas, o “risco-país” (títulos do Tesouro de 10 anos) oscilava em torno de um patamar de 6%. Quando as contas públicas começam a apresentar um déficit, que atingiu 3,4% do PIB em 2002 e 4,9% em 2003, esse “risco” começa a cair, passando a oscilar em torno de um patamar de 4,5%. O comportamento para o caso inglês apresenta exatamente o mesmo perfil. As fontes são a Bloomberg e a OCDE (2003).

Entretanto, na realidade, a relação entre a taxa de juros e a dívida pública guarda outro sentido. O estoque da dívida pública depende diretamente da emissão de títulos de dívida, da rolagem dessa dívida, que significa financiar o pagamento do serviço dessa dívida com novo lançamento de títulos, do *hedge* cambial, uma vez que uma parte da dívida pode estar indexada a variações cambiais²¹, e da esterilização da entrada de recursos externos. Assim, desde já, nota-se que a parcela indexada ao câmbio da dívida e a venda de títulos públicos para esterilizar o fluxo de capital externo mostram a interdependência entre a dinâmica da dívida pública e a vulnerabilidade das contas externas.

No tocante ao serviço dessa dívida, que é o pagamento dos compromissos referentes à dívida (juros e amortizações), a taxa de juros possui um papel de destaque, uma vez que sua elevação implica diretamente no maior pagamento de juros e, portanto, no acréscimo das despesas financeiras, que elevam o déficit operacional.

Dessa forma, a abordagem ortodoxa, quando relaciona a alta taxa de juros a uma baixa credibilidade advinda do elevado peso da dívida pública, inverte a relação mais óbvia, segundo a qual a dívida pública aumenta – em razão do crescimento do déficit operacional – por causa da elevação da taxa de juros. Quanto maior esta última, maior será a despesa financeira, o déficit operacional e, portanto, a necessidade de emissão de novos títulos. A taxa de juros influi, dessa maneira, diretamente no serviço e indiretamente no estoque da dívida pública.

Como visto, entretanto, a taxa de juros possui um limite mínimo dado pela situação de vulnerabilidade externa²². A dependência do capital externo para o fechamento das contas, principalmente em economias periféricas, não permite que a taxa de juros caia abaixo de um determinado nível que afugentaria esse capital. Por essa razão, a política fiscal também fica restringida, tendo o seu grau de autonomia reduzido. Isso é claramente percebido pelo que segue.

²¹ Em um contexto de grande mobilidade de capitais, a referência de valor e a unidade de conta para a maior parte dos agentes ocorrem em moeda conversível. Por isso, dependendo do contexto conjuntural, os títulos podem incluir proteção frente a variações na taxa de câmbio.

²² Evidentemente, esse patamar da taxa interna de juros depende também do ciclo de liquidez internacional, que, por sua vez, é influenciado não apenas pelo nível das taxas internacionais de juros (rentabilidade dos mercados concorrentes), mas também pelo volume de capital que circula em todos os mercados financeiros e cambiais. Por isto, dado um cenário de excesso de liquidez internacional, mesmo com indicadores elevados de vulnerabilidade externa, os mercados periféricos podem apresentar entradas líquidas de capital.

Por definição o crescimento da dívida pública é igual ao déficit financeiro mais o déficit não financeiro. Daí decorre que o déficit público operacional (d) é a diferença entre o déficit financeiro e o saldo nas contas primárias (resultado não financeiro). Quando os dois são iguais o déficit público operacional é zerado e não ocorre acréscimo da dívida pública. Representando matematicamente tem-se que²³:

$$(1) d = (i \times D) - s$$

onde: i = taxa real de juros,

D = estoque da dívida pública,

s = saldo primário nas contas públicas.

Dividindo os dois lados por (D), tem-se

$$(2) d/D = i - (s/D)$$

Para que a relação dívida/PIB seja constante, é necessário

$$(3) d/D = g; \text{ onde } g \text{ é igual a taxa real de crescimento do PIB.}$$

Combinando (2) e (3), chega-se a

$$(4) g = i - (s/D), \text{ ou, } s/D = i - g$$

De (4) nota-se que se a taxa real de juros for igual a taxa real de crescimento da economia, o resultado primário das contas públicas pode ser nulo que mesmo assim a relação dívida/PIB se mantém estável. Por outro lado, se $i < g$, então é possível um determinado déficit primário que ainda assim a dívida pública se mantém em uma determinada proporção do PIB. Entretanto, se $i > g$, o que tende a ocorrer nos países periféricos, justamente em razão da elevada vulnerabilidade externa, torna-se necessário um superávit primário para que a relação dívida/PIB seja estável.

Dessa forma, ao contrário da abordagem ortodoxa, os saldos primários tornam-se necessários não diretamente por causa da credibilidade formulada pelos investidores que, em caso contrário, exigiriam maiores taxas de juros. O superávit primário e, portanto, a restrição da política fiscal como instrumento de política econômica, é necessário porque a taxa real de juros (crescimento das despesas financeiras) supera a taxa real de crescimento da economia. Como a abordagem ortodoxa toma como um dado a despesa financeira, esta óbvia relação lhe escapa aos olhos.

²³ Esse modelo simples de estabilidade da dívida pública pode ser encontrado em Plihon (1999).

Além disso, dada a dependência dos fluxos de capitais, a dinâmica da dívida, conforme o argumento ortodoxo, parece desconsiderar os efeitos das contas públicas sobre o PIB. Segundo este argumento, a obtenção de saldos primários é necessária para redução da relação dívida/PIB. Contudo, o saldo primário afeta as duas variáveis, uma vez que a menor despesa pública reduz o produto agregado.

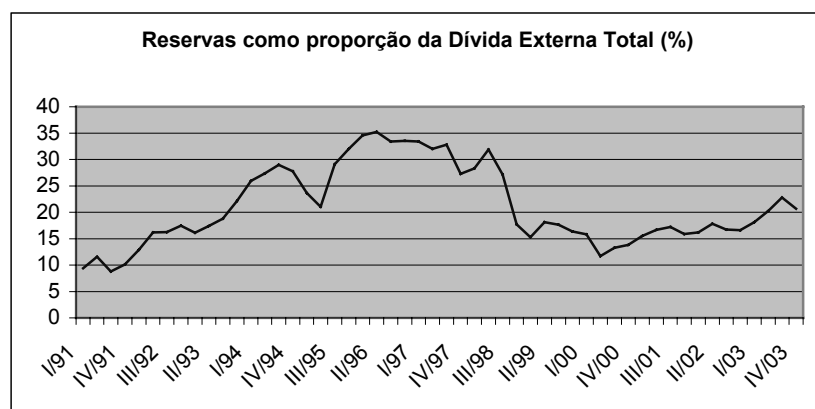
Dada a dependência dos fluxos de capitais, a dinâmica acima, se verifica de maneira perversa na medida em que o aumento da necessidade de financiamento externo ou dificuldades no seu refinanciamento (apresenta um efeito imediato sobre a taxa de câmbio) faz com a taxa de juros se eleve e que se aumente o superávit primário. A consequência é uma queda (ou estagnação) do PIB, que faz elevar a relação Dívida/PIB.

Nessa situação em que costumam se encontrar as economias periféricas, a estabilidade do indicador dívida pública/PIB depende muito mais da redução da rigidez da taxa de juros para cair, ou seja, do alto grau de vulnerabilidade externa dessas economias, provocado, em larga medida, pela ampla liberalização da conta de capital. Portanto, tem-se com isso a importância da variável taxa de juros na relação que existe entre a determinação dos fluxos de capital e a dinâmica da dívida pública. Outra variável com importância nessa relação é a taxa de câmbio. Quanto maior a parcela da dívida pública indexada ao câmbio maior será a suscetibilidade do estoque da dívida a variações cambiais. A importância dessas duas variáveis na relação entre determinação dos fluxos de capital e dinâmica da dívida pública está mediada pela vulnerabilidade externa da economia.

4- Indicadores de Vulnerabilidade Externa para a Economia Brasileira

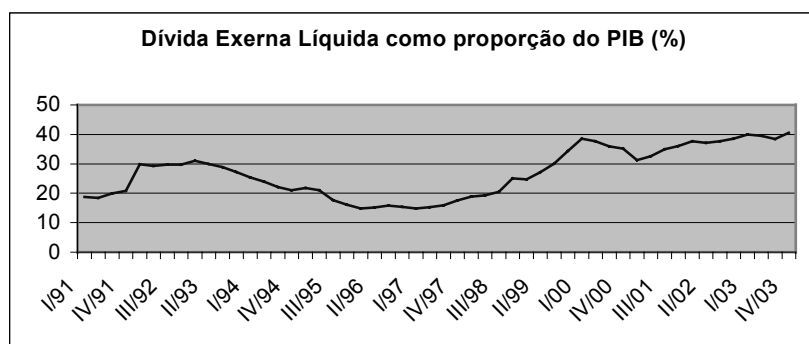
A análise da evolução de alguns indicadores de vulnerabilidade externa, com dados trimestrais anualizados, para a economia brasileira, durante os anos 90 e início deste século, permite retirar conclusões importantes²⁴.

²⁴ A fonte para a construção dos indicadores é o Banco Central.

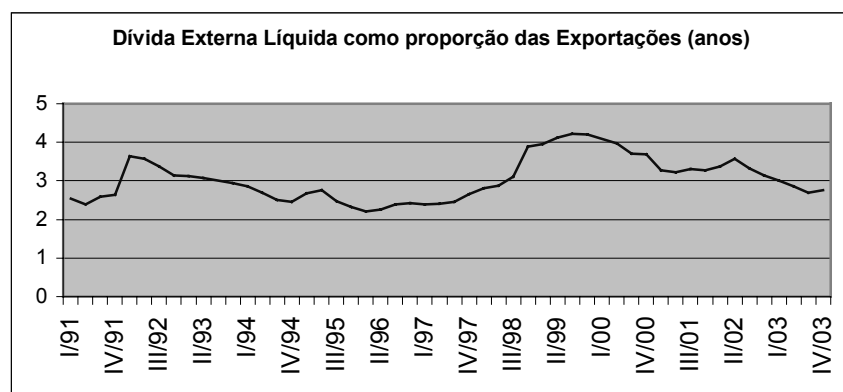


Em primeiro lugar, os gráficos acima representam as reservas internacionais como proporção da dívida externa total e o serviço desta dívida como proporção das reservas internacionais. Por incluírem a variável reservas internacionais, estes indicadores refletem a reversão dos fluxos de capitais nos momentos de crises de balanço de pagamentos na economia em questão, ou então os efeitos de contágio das crises de outros países. Os efeitos da crise mexicana no final de 1994, da crise asiática e russa, respectivamente, em 1997 e 1998, e da própria crise brasileira no início de 1999 estão expressos pelo refluxo dos capitais e, portanto, pelo impacto disto sobre as reservas internacionais do país.

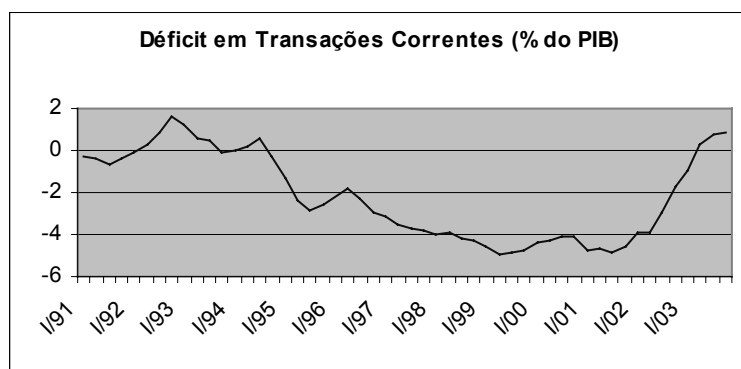
Por outro lado, os gráficos abaixo representam indicadores mais ligados ao caráter estrutural da vulnerabilidade externa.



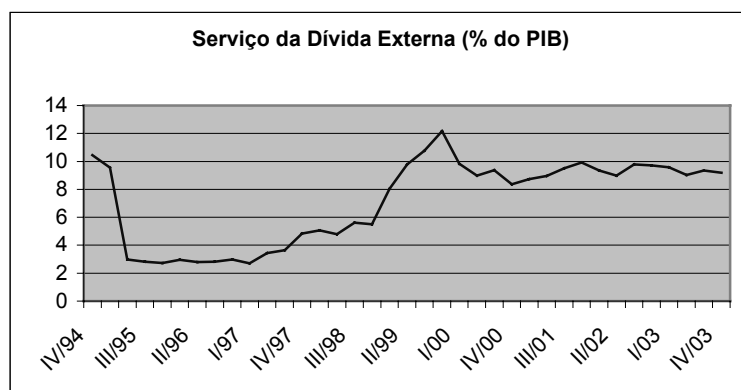
Em especial, a dívida externa líquida como proporção do PIB, ao longo de todo o período, demonstra o crescimento do endividamento externo do país, em consequência da elevação do grau de abertura externa, estratégia adotada na economia brasileira ao longo do período. Só em meados dos anos 90 é que esse indicador mostrou uma relativa melhora, tendo em face, principalmente, a grande entrada de recursos externos – dada a abertura financeira – o que propiciou um acúmulo de reservas considerável.



Já o indicador dívida externa líquida como proporção das exportações mostra que, durante os anos 90, o número de anos, com um determinado fluxo de exportações, necessário para pagar o endividamento externo, cresceu. A melhora ocorrida, principalmente entre 2002 e 2003, como será visto adiante, representa muito mais uma circunstância conjuntural do que propriamente uma melhora no grau de vulnerabilidade externa.



O indicador déficit em transações correntes como proporção do PIB dá uma idéia da necessidade de financiamento externo do país²⁵. Percebe-se a piora estrutural desse indicador ao longo do período. Entretanto, a partir de 2002, essa tendência é revertida também em função do crescimento das exportações.



O indicador serviço da dívida externa como proporção do PIB não contempla o efeito da melhora no desempenho das exportações nos últimos períodos. Esse indicador, portanto, reflete a piora estrutural da vulnerabilidade externa do país.

Por sua vez, o gráfico abaixo mostra a proporção do serviço da dívida externa em relação às exportações. Percebe-se a melhora do indicador no início deste século, principalmente, pela expansão das exportações.

²⁵ Essa necessidade ainda inclui o pagamento de amortizações da dívida externa.



Justamente em razão disso, alguns analistas e o próprio governo Central se apressaram em constatar a redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira entre os anos de 2002 e 2003, tendo em vista a evolução de alguns indicadores. Os indicadores que melhoraram são justamente os que levam em consideração as variáveis exportações, saldo em transações correntes e reservas internacionais. Com o melhor desempenho das exportações, que saem de um patamar de US\$ 48 bilhões no final de 1999 para cerca de US\$ 69 bilhões no final de 2003, o saldo da balança comercial apresentou substancial crescimento. Assim como o saldo em transações correntes, que passou a ser positivo²⁶. Assim, indicadores que consideram exportações, reservas internacionais e saldo em transações correntes mostram uma melhora significativa.

Entretanto, antes de representar uma mudança estrutural no grau de vulnerabilidade externa da economia brasileira, esses indicadores refletem uma conjuntura de crise, proveniente justamente da vulnerabilidade estrutural que se construiu ao longo dos anos 90 e foi aprofundada no início deste século. O crescimento das exportações foi reflexo da desvalorização da moeda nacional em 2002, em razão da escassez de financiamento externo, e da estagnação da economia, proveniente das altas taxas de juros vigentes no país. No cenário externo, o aumento dos preços das *commodities* internacionais e o vigoroso crescimento econômico da Argentina e da China também contribuíram para o aumento das exportações brasileiras²⁷. De forma que, qualquer leve retomada do crescimento que venha ocorrer irá expandir a demanda por importações, pressionar o saldo da balança comercial e das transações correntes, reolocando a necessidade estrutural de financiamento externo e,

²⁶ O saldo comercial passou de um déficit de US\$ 1,3 bilhão, em 1999, para um superávit de US\$ 24,3 bilhões em 2003.

portanto, de manutenção de altas taxas de juros e de restrição externa estrutural para o crescimento.

Além disso, a proporção da dívida externa pública tem crescido, neste primeiro ano do governo Lula, mais do que a parcela privada da dívida externa. No final de 2001, o setor público respondia por 51,5% da dívida externa. Em setembro de 2003, já no governo Lula, essa proporção subiu para 63,1%. No tocante ao total do endividamento público e seu serviço, o gasto com juros passou de R\$ 78 bilhões em 2000 para R\$ 114 bilhões em 2002 e R\$ 145,2 bilhões em 2003, primeiro ano do governo Lula; um crescimento de 68% entre 2001 e 2003. Como proporção do PIB o gasto com juros da dívida pública atingiu 8% em 2003. Acima deste patamar na economia mundial só se encontram a Jamaica (20%), Turquia e Líbano (ambos com 15%), conforme publicado pelo Jornal Folha de São Paulo em 08/02/2004, de acordo com informações da Standard & Poor's.

Como se observa, longe de apresentar uma mudança estrutural no quadro da vulnerabilidade externa, o primeiro ano do governo Lula se caracterizou pela manutenção do quadro, mascarado por uma melhora conjuntural no desempenho das exportações em um momento de recessão econômica interna.

Conclusão

O artigo mostrou a afinidade teórica das análises sobre o modo de condução da política macroeconômica, com vistas ao crescimento econômico, do governo Lula e a ortodoxia econômica por meio da investigação de seus princípios de política econômica. Neste sentido, a similaridade nas visões de mundo mostra a existência de uma incoerência lógica no discurso econômico do atual governo, que afirma que as condições econômicas adversas recebidas foram resultado do modelo de política econômica anterior. Mas o conjunto de medidas adotadas na economia é similar ao que é criticado. Como se sabe, o governo FHC foi caracterizado pela implementação de políticas de corte ortodoxo.

Pela análise dos indicadores da seção 4, pode-se verificar que a atual política econômica reforçou a tendência da vulnerabilidade externa brasileira, mesmo com a aparente melhora conjuntural dos indicadores que incluem as exportações. Neste sentido, a

²⁷ Para maiores detalhes, ver Prates (2004).

investigação por meio dos indicadores de vulnerabilidade apenas confirma a identidade ortodoxa da política neocompanheira do governo Lula.

Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL (2004) Séries temporais, www.bcb.gov.br, Brasília.

_____ (2004b) Ata da 92ª reunião do Copom, www.bcb.gov.br, Brasília.

BATISTA Jr., P.N. (2000) *A Economia como ela é...* São Paulo, Editorial Boitempo.

BIELSCHOWSKY, R. (Org.) (2000) *Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Rio de Janeiro, Ed. Record, 2 volumes.

BLOOMBERG (2004) Financial Statistics. www.bloomberg.com, New York.

CALVO, G. (1995) *Varieties of Capital-Markets Crises*. Working Papers n. 15, Center of International Economics, University of Maryland (www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm).

CALVO, G. (1999) *Contagion in Emerging Markets: when Wall Street is a carrier*. Center of International Economics, University of Maryland (www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm).

CANO, W. (2000) *Soberania e Política Econômica na América Latina*. São Paulo, Editora UNESP.

CARVALHO, C. E. (2003) *A Política Econômica no início do governo Lula: imposição irrecusável, escolha equivocada ou opção estratégica?* Em: Paula, J. A. de. *A Economia Política da Mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula*. Belo Horizonte, Editora Autêntica.

CARVALHO, F. J. C. de (2003) *Controles de Capitais e Recuperação da Iniciativa em Política Econômica*. Em: Paula, J. A. de. *A Economia Política da Mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula*. Belo Horizonte, Editora Autêntica.

DELFIM NETTO, A. (1998) *Crônica do Debate Interditado: artigos, entrevistas e ensaios*. Rio de Janeiro, Ed. Topbooks.

FFRENCH-DAVIS, R. (1999) *Macroeconomía, Comercio y Finanzas: para reformar las reformas en América Latina*. CEPAL/McGraw-Hill, Santiago.

- GIAMBIAGI, F. e ALÉM, A. C. (2000) *Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro, 2ª. edição, Editora Campus.
- GONÇALVES, R. (1999) *Globalização e Desnacionalização*. São Paulo, Ed. Paz e Terra.
- KALECKI, M. (1987) “Formas de Ajuda Externa”, em: *Economias em Desenvolvimento*. Ed. Vértice.
- KREGEL, J.A (1996) “Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia das Políticas Nacionais”. *Economia e Sociedade*, Campinas, (7), dezembro.
- LICHA, A. L. e CAMPANTE, F. R. (2000) *O Efeito Parada Súbita e a Instabilidade dos Mercados Financeiros em Países Emergentes*. IE-UFRJ, Rio de Janeiro.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA (2003) *Política Econômica e Reformas Estruturais*. www.fazenda.gov.br, Brasília.
- MOODY'S (2003) Sovereign Risk Indicators. www.moody.com, New York.
- OBSTFELD, M. e ROGOFF, M. (1996) *Foundations of International Macroeconomics*. The MIT Press, Cambridge.
- OCAMPO, J.A. (1999) *La Reforma del Sistema Financiero Internacional: un debate en marcha*. Fondo de Cultura Económica – CEPAL, Chile.
- OCDE (2003) *Statistics, National Accounts*, www.ocde.org, Suíça.
- PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. (2003) *Política Fiscal, Câmbio e Inflação*. Estudos e Pesquisas nº51, XV Fórum Nacional, BNDES, Rio de Janeiro.
- PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. (2002) *A Capacidade de Crescer e as Políticas Macroeconômicas*. Estudos e Pesquisas nº18, XIV Fórum Nacional, BNDES, Rio de Janeiro.
- PAULANI, L. M. (2003) *Brasil Delivery: razões, contradições e limites da política econômica nos primeiros seis meses do governo Lula*. Em: Paula, J. A. de. *A Economia Política da Mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula*. Belo Horizonte, Editora Autêntica.
- PLIHON, D. (1999) “Desequilíbrios Mundiais e Instabilidade Financeira: a responsabilidade das políticas liberais (um ponto de vista keynesiano)”. Em: Chesnais, F. (Org.) *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo, Ed. Xamã.

- PRATES, D. M. (2004) *"Superávit comercial, estagnação interna e crescimento mundial"*, Suplemento 3 do Boletim do CECON nº 2, IE/UNICAMP, Campinas.
- ROJAS-SUAREZ, L. (2004) *Política Monetária e Taxas de Câmbio: diretrizes para um regime sustentável*. Em: Kuczynski, P. P. e Williamson, J. (Orgs.) *Depois do Consenso de Washington: retomando o crescimento e a reforma na América Latina*. São Paulo, Editora Saraiva.
- STIGLITZ, J. E. (2002) *A Globalização e seus Malefícios: a promessa não-cumprida de benefícios globais*. São Paulo, Editora Futura.