

**JULIO CESAR ROCHA COUTO**

**A DETERIORAÇÃO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES NO BALANÇO DE  
PAGAMENTOS DO BRASIL EM 2008**

**Monografia apresentada como requisito  
parcial à conclusão do Curso de Graduação  
em Ciências Econômicas da Universidade  
Federal do Paraná.**

**Orientador: Prof. Dr. Fábio Dória Scatolin**

**CURITIBA  
2009**

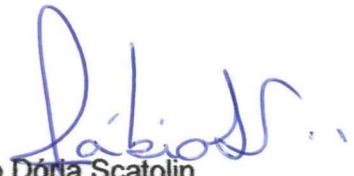
## TERMO DE APROVAÇÃO

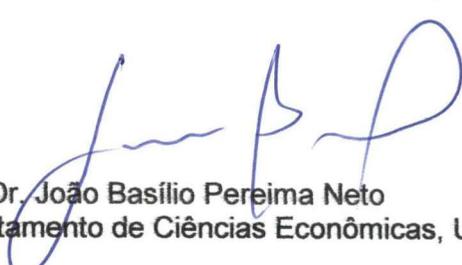
JULIO CESAR ROCHA COUTO

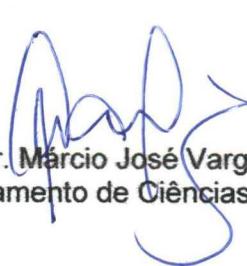
### A DETERIORAÇÃO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES NO BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL EM 2008

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel no Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:

  
Prof. Dr. Fábio Dória Scatolin  
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR.

  
Prof. Dr. João Basílio Pereira Neto  
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR.

  
Prof. Dr. Márcio José Vargas da Cruz  
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR.

Curitiba, 11 de dezembro de 2009.

## SUMÁRIO

### LISTA DE FIGURAS

1. INTRODUÇÃO .....	5
2. REFERENCIAL TEÓRICO .....	8
2.1 EQUILÍBRIO INTERNO: ESTABILIDADE DE PREÇOS E PLENO EMPREGO ...	8
2.2 EQUILÍBRIO EXTERNO: A IMPORTÂNCIA DAS TRANSAÇÕES CORRENTES	9
2.2.1 Déficits excessivos em transações correntes.....	9
2.2.2 Superávits excessivos em transações correntes.....	10
2.3 O EQUILÍBRIO INTERNO E EXTERNO: O PONTO ÓTIMO .....	11
3. ANTECEDENTES HISTÓRICOS.....	14
3.1 CATÁLOGO DE ERROS.....	15
3.2 FLUXOS DE CAPITAIS E CRISES SISTÊMICAS .....	17
3.3 DINÂMICA DAS CRISES FINANCEIRAS .....	19
3.4 APRENDENDO COM OS ERROS.....	21
4. OS DESEQUILÍBRIOS, AS CRISES E AS REFORMAS .....	24
4.1 INTERVENÇÕES EM MOEDA ESTRANGEIRA “BRETTON WOODS DOIS” ....	25
4.2 EUA COMO PRINCIPAL DESTINO DO EXCESSO DE RECURSOS .....	27
4.3 O DESEQUILÍBRIO GLOBAL .....	30
4.4 AJUSTES GLOBAIS E REFORMAS.....	33
4.4.1. Limites do crescimento induzido por exportações.....	34
4.4.2 Reforma financeira .....	35
4.4.3 Reforma macroeconômica .....	37
5. A TRAJETORIA RECENTE DAS CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS .....	39
5.1 A POLITICA DE ACUMULAÇÃO DE RESERVAS.....	46
5.2 POLITICAS NA DIREÇÃO DO EQUILÍBRIO .....	54
5.3 MEDIDAS ADOTADAS PELO GOVERNO BRASILEIRO .....	55
6. CONCLUSÃO .....	57
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	62
ANEXOS .....	64

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - EQUILÍBRIO INTERNO, EQUILÍBRIO EXTERNO E AS QUATRO REGIÕES DE DESCONFORTO ECONÔMICO.....	12
FIGURA 2 - RESULTADO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL.....	39
FIGURA 3 - SALDO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES DO BRASIL.....	40
FIGURA 4 – COMPOSIÇÃO DO SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES E PERCENTUAL DO PIB DO BRASIL.....	41
FIGURA 5 - SALDO DA BALANÇA COMERCIAL DO BRASIL .....	42
FIGURA 6 - SALDO DA CONTA SERVIÇOS E RENDAS DO BRASIL .....	44
FIGURA 7 - SALDO DAS TRANFERÊNCIAS UNILATERAIS DO BRASIL .....	44
FIGURA 8 - SALDO DA CONTA CAPITAL E FINANCEIRA DO BRASIL.....	45
FIGURA 9 - TAXA DE CÂMBIO MÉDIA - COMERCIAL DE VENDA.....	47
FIGURA 10 - RESERVAS INTERNACIONAIS DO BRASIL.....	48
FIGURA 11 - RESERVAS X TRANSAÇÕES CORRENTES DO BRASIL.....	49
FIGURA 12 – EQUILÍBRIO INTERNO X EQUILÍBRIO EXTERNO NO BRASIL.....	57

## 1 INTRODUÇÃO

Até meados da década de 1990, o Brasil enfrentou processo inflacionário crescente e com alguns episódios de hiperinflação. A adoção de vários planos econômicos para enfrentamento do problema não apresentavam resultados efetivos no combate aos altos níveis de preços da economia. O Plano Collor, como os demais, tinha no combate a inflação seu principal objetivo, mas serviu também como marco de liberalização da economia brasileira, iniciando um processo de quebra das barreiras que afastavam o Brasil do comércio mundial.

A partir da implementação do Plano Real em 1994, a estrutura econômica brasileira experimentou importantes mudanças vinculadas ao processo de abertura comercial e das políticas macroeconômicas adotadas, as quais resultaram em estabilidade econômica, principalmente no tocante ao combate à inflação. Esta reestruturação desencadeou importantes alterações também nas contas externas brasileiras, que num primeiro momento, devido à utilização de uma âncora cambial e um Real forte, experimentaram um aumento das importações com consequente baixa nas exportações.

O cenário anteriormente observado sofreu grande alteração a partir da desvalorização cambial ocorrida em 1999. Apesar da recuperação econômica ter ocorrido de forma lenta, a alteração na política cambial levou o país a uma situação confortável em relação as suas contas externas, registrando redução gradativa dos déficits a partir da desvalorização, e alcançando superávits crescentes de 2003 a 2007 (Banco Central do Brasil (BACEN), 2009). Cabe ressaltar, que a forte desvalorização ocorrida no início de 1999 foi consequência de uma política que visava viabilizar o crescimento da poupança externa com a aceitação de déficits em transações correntes, até atingir um ponto em que o mercado internacional simplesmente se recusou a financiar esse déficit, obrigando assim, o país a reformular suas políticas econômicas.

Na busca do equilíbrio interno, em junho de 1999, o Brasil adotou uma política monetária baseada em um sistema de metas para a inflação, seis meses depois da adoção do sistema de câmbio flutuante adotado quando da desvalorização ocorrida no início do ano. Uma inflação baixa e estável é apontada como objetivo primário de longo prazo da política monetária e seu principal

instrumento na busca da estabilidade do nível de preços é a taxa de juros de curto prazo.

Quando da análise do ambiente externo, graves crises financeiras mundiais interferiram significativamente nas economias dos países emergentes, principalmente nas últimas décadas, como a crise mexicana no início de 1995; a crise asiática em 1997 e a crise russa em meados de 1998, todas com reflexos mundiais sendo o Brasil duramente afetado. A reincidência das crises enfrentadas pelas economias de mercado emergentes alterou o comportamento das mesmas no sentido de buscar algum tipo de proteção, ou mesmo uma forma de amenizar os problemas enfrentados durante as experiências vividas.

Ao que parece, a partir do aprendizado com as crises do passado, algumas das mais importantes economias de mercados emergentes optaram pela busca de proteção na manutenção de saldos positivos em conta corrente e a partir desses superávits crescentes, a acumulação de reservas internacionais para enfrentamento de crises sistêmicas.

No entanto, no primeiro semestre de 2008 as transações externas do Brasil, especificamente a conta de transações correntes, experimentou o pior resultado de sua série histórica, iniciada em 1947, registrando um déficit de US\$ 17,4 bilhões, valor bastante expressivo quando comparado com o registrado no primeiro semestre de 2007 que atingiu um superávit de US\$ 2,4 bilhões (BACEN, 2009). O resultado permaneceu negativo durante todo o ano e registrou no fechamento de 2008 um déficit de US\$ 28,3 bilhões, principalmente, em função do desempenho da conta serviços e rendas, conta esta que registrou um déficit de US\$ 57,2 bilhões, nem mesmo o superávit alcançado pela balança comercial que registrou US\$ 24,7 bilhões e do saldo positivo nas transferências unilaterais de US\$ 4,2 bilhões, foram suficientes para evitar o déficit nas transações correntes (BACEN, 2009).

Portanto, os resultados negativos observados nas contas externas brasileiras no ano de 2008, decorrente em parte da lentidão na implementação de ações por parte do Banco Central para enfrentar o problema, sinalizam o entendimento das autoridades sobre a relativa importância do resultado obtido nas transações correntes, e que ao contrário de outras economias de mercados emergentes, consideram a convivência com déficits em transações correntes perfeitamente aceitável.

Dessa forma, esse trabalho tem como objetivo realizar uma análise da evolução das contas externas brasileiras, no período compreendido entre a implementação do Plano Real até o fim de 2008, com destaque para o déficit das transações correntes ocorrido em 2008. Para tanto, no segundo capítulo do trabalho está apresentado o instrumental teórico que norteia o estudo. Em seguida no terceiro capítulo são estudados os antecedentes históricos das crises sistêmicas ocorridas nas três últimas décadas. O quarto capítulo contém uma análise do cenário mundial atual de desequilíbrios, dos diversos instrumentos e políticas propostas para o enfrentamento do problema, bem como as reformas propostas para os ajustes interno e externo. Por fim, no capítulo cinco, são analisadas as trajetórias das principais contas externas brasileiras nas últimas décadas, visando identificar as alterações ocorridas e o quanto cada uma dessas contas está contribuindo para a recente inflexão observada na trajetória de superávits alcançados até 2007, e que em 2008 levaram o Brasil a incorrer em déficits na Conta de Transações Correntes com consequente desequilíbrio externo.

Portanto, baseado em alguns argumentos, o presente trabalho discute a necessidade de se buscar a obtenção de resultados confortáveis na conta de transações correntes, principalmente, para as economias de mercado emergentes. E especificamente a preocupação com a inflexão na trajetória das transações correntes do Brasil ocorrida em 2008.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Os objetivos da política macroeconômica em uma economia aberta são motivados pelo alcance do equilíbrio interno e externo. Partindo desta perspectiva, este tópico abordará uma sucinta revisão de literatura acerca do conceito de equilíbrio interno *versus* equilíbrio externo, enfatizando a relevância do balanço de pagamentos dentro de tal equilíbrio. Inicialmente discutir-se-á sobre os conceitos e os principais objetivos do equilíbrio interno da economia. Na seqüência serão apresentadas algumas considerações sobre o equilíbrio externo, ressaltando a importância de se manter a equidade do balanço comercial associado à estabilidade da taxa de câmbio. Por fim, será apresentada uma breve discussão sobre os mecanismos que o governo dispõe para alcançar o equilíbrio (interno e externo) e as conseqüências de um possível desarranjo na economia.

### 2.1 EQUILÍBRIO INTERNO: ESTABILIDADE DE PREÇOS E PLENO EMPREGO

Um país se encontra em equilíbrio interno quando os seus recursos produtivos estão plenamente empregados e o nível de preços está estável. Qualquer desarranjo do pleno emprego irá perturbar a estabilidade do nível de preços, seja pelo subemprego dos recursos, que gera desperdício e pobreza, seja pelo sobreemprego, que deprecia o capital mais rapidamente, (KRUGMAN & OBSTFELD, 2003, p.410).

Ainda segundo Krugman e Obstfeld (2003) as rápidas mudanças no nível de preços, além de comprometer a previsibilidade dos mesmos, é danosa à economia como um todo. Neste sentido, os formuladores da política econômica estarão buscando evitar a instabilidade do valor real da moeda. Para alcançar a estabilidade de preços, Simonsen e Cysne (1989) afirmam que os *policy makers* devem evitar grandes flutuações do produto, evitando assim uma possível inflação ou deflação.

Uma referência para a estabilidade do nível do produto é a curva do pleno emprego. A condição ideal é que o nível de produto ( $Y$ ) caminhe atrelado à curva do produto potencial ( $Y_p$ ). Caso o nível de  $Y$  se encontre abaixo de  $Y_p$  a economia estará experimentando o subemprego, caso esteja acima ocorrerá o sobreemprego. Todavia em ambos os casos haverá variações no nível de preços e conseqüentemente ocorrerá inflação (ou deflação).

## 2.2 EQUILÍBRIO EXTERNO: A IMPORTÂNCIA DAS TRANSAÇÕES CORRENTES

Segundo Krugman e Obstfeld (2003), a noção de equilíbrio externo é mais complexa que a de equilíbrio interno, pois falta uma referência (como a curva de pleno emprego) para balizar as transações externas de uma economia. Diante desta perspectiva, Paula (2003) argumenta que o equilíbrio externo advém da manutenção dos déficits (ou superávits) em conta corrente em níveis baixos associados a uma reduzida volatilidade da taxa de câmbio.

Do ponto de vista das transações correntes, o déficit não é sempre indesejável. De acordo com Krugman e Obstfeld (2003), dada uma oportunidade de investimento lucrativo com recursos externos que compense o pagamento do empréstimo, o déficit torna-se vantajoso. O fato de existir um equilíbrio perpétuo no saldo das transações correntes impediria qualquer ganho oriundo do comércio intertemporal. Entretanto, num dado momento, os *policy makers* irão estabelecer uma meta para as transações correntes, e será esta meta que irá definir o objetivo do equilíbrio externo.

A estabilidade da taxa de câmbio, que opera no regime flutuante, é a outra parcela macroeconômica para atingir o equilíbrio externo. Neste sentido Margarido e Tuolla (2002) relatam que uma valorização (desvalorização) da taxa de câmbio produzirá persistentes *déficits* (*superávits*) tanto na balança comercial quanto na balança de serviços, pois impacta diretamente nas exportações/importações. Portanto a taxa de câmbio é um mecanismo de regulação que interfere, até certo ponto, no desempenho das transações correntes.

A atenção dos formuladores da política econômica deve estar voltada para a meta das transações correntes para que se mantenha (ou se chegue) o equilíbrio externo. Saldos em transações correntes muito distantes da meta podem se tornar um grave problema.

### 2.2.1 Déficit excessivos em transações correntes

Como descrito anteriormente, eventuais déficits em transações correntes podem não ser de todo mal, caso os fundos emprestados sejam canalizados para investimentos domésticos produtivos. Entretanto os déficits podem representar uma alta acentuada no consumo interno, alta esta que pode ser fruto de políticas do

governo mal conduzidas ou algum outro desarranjo da economia. (KRUGMAN & OBSTFELD, 2003, p.411).

Como o déficit em transações correntes caracteriza que a economia está recebendo empréstimos externos, sua elevação ensejará medidas para sua contenção, pois o governo poderá ter dificuldades para quitar as dívidas com os estrangeiros, e caso haja problemas por parte do governo em quitar a dívida, poderá haver uma limitação de crédito no futuro. Outro ponto destacado por Simonsen e Cysne (1989), pauta sobre a desconfiança dos investidores estrangeiros diante de um grande déficit, pois a fuga dos investidores estrangeiros contribui para agravar a crise de crédito no país.

### 2.2.2 Superávits excessivos em transações correntes

Um superávit excessivo em transações correntes implica que o país está acumulando ativos no exterior. Para Krugman e Obstfeld (2003) um dos problemas do superávit excessivo é o fato de que, para um dado nível de poupança nacional, ocorrem menores investimentos em fábricas e equipamentos domésticos. Outro ponto abordado pelos autores é a deficiência na tributação de ativos originários do exterior comparados com os ativos domésticos. Há ainda a questão de que uma adição ao estoque de capital doméstico por parte dos ativos acumulados no exterior pode reduzir o desemprego local e, portanto, levar a uma renda nacional mais elevada.

Dada a condição de credor que o país se encontra por ter ativos acumulados no exterior, há um risco de se recuperar os empréstimos no exterior, caso os estrangeiros não consigam sanar suas dívidas. Outro inconveniente pode ser de origem política, pois os países superavitários podem se tornar alvos de políticas protecionistas discriminatórias por parte de parceiros comerciais com déficits externos.

Krugman e Obstfeld (2003) sintetizam que o equilíbrio externo perseguido pela política econômica busca um nível de transações correntes que permitam a obtenção de ganhos do comércio sem correr maiores riscos. Como não há como saber com exatidão qual é esse nível, os *policy makers* evitam incorrer em grandes déficits ou superávits, a não ser que existam claras perspectivas de grandes ganhos pelo comércio intertemporal.

## 2.3 O EQUILÍBRIO INTERNO E EXTERNO: O PONTO ÓTIMO

Com base nos argumentos apresentados acima, pode-se construir uma perspectiva de equilíbrio ao se cruzar o equilíbrio externo com o equilíbrio interno. Baseado em Krugman e Obstfeld (2003, p.412), tem-se que a manutenção do equilíbrio interno exige apenas o pleno emprego, ou seja, a inflação doméstica depende, sobretudo da pressão que a demanda agregada ( $Y$ ) exerce sobre a economia, e esta deve se igualar ao nível de pleno emprego do produto ( $Y_p$ ).

De acordo Simonsen e Cysne (1989), a demanda agregada doméstica é a soma do consumo ( $C$ ), do investimento – considerado constante - ( $I$ ), dos gastos do governo ( $G$ ) e do saldo em transações correntes ( $TC$ ). O consumo por sua vez depende da renda disponível ( $Y-T$ ), sendo que  $T$  representa os impostos líquidos. Por fim o saldo em transações correntes é função crescente da taxa de câmbio real ( $EP^*/P$ ) e função decrescente da renda disponível. Desta forma a condição de equilíbrio interno é dado pela equação 2-1.

$$Y = C(Y_p - T) + I + G + TC(EP^*/P, Y_p - T) \quad (2-1)$$

A equação 2-1 demonstra que um alívio fiscal (aumento de  $G$  ou redução de  $T$ ) tem impacto positivo sobre a demanda agregada, elevando o nível do produto no curto prazo. Já a desvalorização cambial (aumento de  $E$ ) barateia os bens e serviços domésticos em relação aos importados, e também tem um efeito positivo sobre  $Y_p$ . Dessa forma, conclui-se que os *policy makers* podem dispor da política fiscal ou de mudanças na taxa de câmbio para manter o nível de produto estável no pleno emprego  $Y_p$ .

A manutenção do equilíbrio externo exige que o governo administre a política fiscal e a taxa de câmbio de modo que o saldo em transações correntes permaneça na meta estipulada. (KRUGMAN & OBSTFELD, 2003, p.413). Esses conceitos são resumidos pela equação 2-2, onde  $X$  representa a meta do saldo da balança comercial.

$$TC(EP^*/P, Y - T) = X \quad (2-2)$$

A equação 2-2 mostra que um aumento de  $E$  torna os bens e serviços domésticos mais baratos e melhora o saldo em transações correntes. Caso haja uma redução nos impostos ( $T$ ), a renda disponível aumenta. Esta por sua vez eleva o consumo de bens estrangeiros e diminui  $TC$ . De maneira semelhante, como  $G$  aumenta  $Y$ , um aumento em  $G$  faz com que  $TC$  caia. Desta forma, para compensar o aumento de  $TC$  em virtude de uma desvalorização cambial, o governo deve aumentar  $G$  (ou reduzir  $T$ ) para equilibrar o saldo em transações correntes.

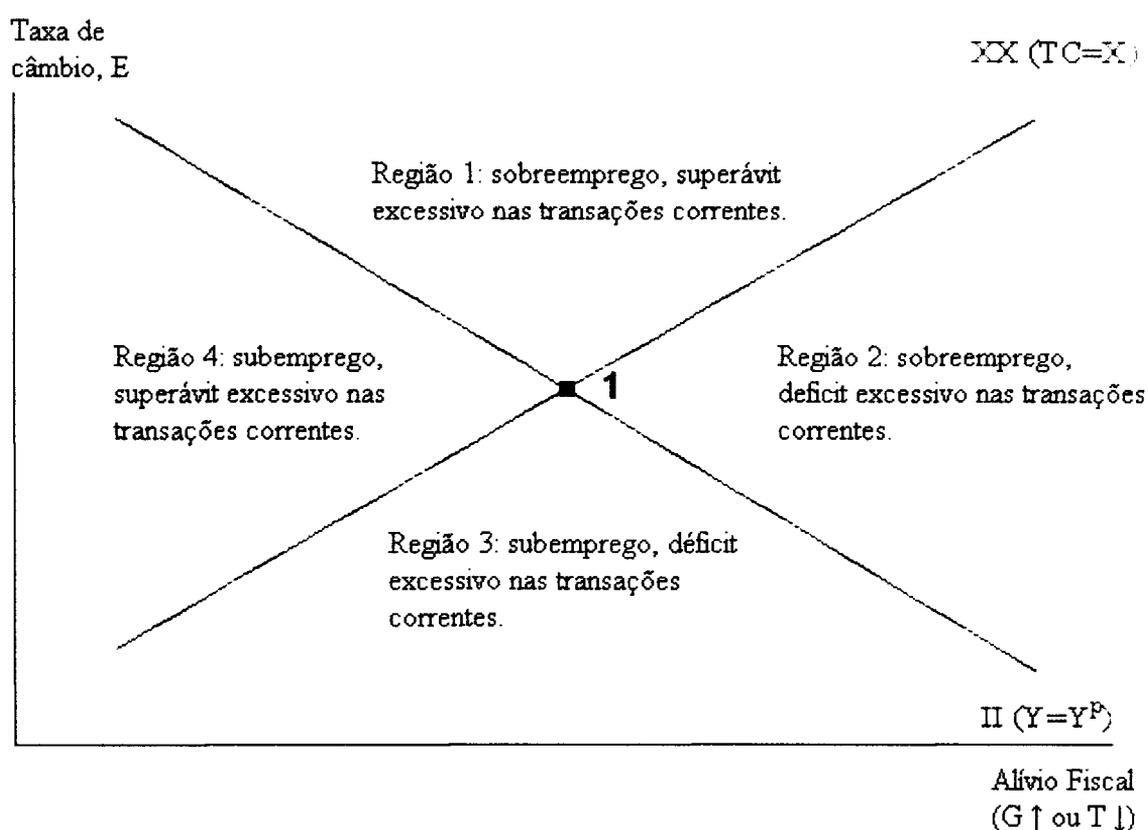


FIGURA 1 – EQUILÍBRIO INTERNO, EQUILÍBRIO EXTERNO E AS QUATRO REGIÕES DE DESCONFORTO ECONÔMICO.  
 FONTE: KRUGMAN & OBSTFELD (2003, p.412)

Finalmente tem-se a relação de equilíbrio interno e externo demonstrada na figura 1, onde se nota como os diferentes níveis de taxa de câmbio e de alívio fiscal influenciam no nível de emprego e de transações correntes. O equilíbrio da economia é representado pelo ponto 1. Qualquer outro ponto fora desta região é sinal de desarranjo na economia, a figura demonstra ainda a situação encontrada nas quatro diferentes regiões.

Portanto, a busca da estabilidade macroeconômica conforme demonstra o gráfico no ponto 1, reflete além do equilíbrio interno (controle da inflação) a busca do equilíbrio externo (equilíbrio ou superávit nas transações correntes). Para tanto se torna extremamente importante a manutenção de uma taxa de câmbio adequada a realidade do país, sob pena de comprometer a competitividade dos bens produzidos internamente e comercializáveis no exterior, prejudicando assim os resultados obtidos nas transações correntes.

No capítulo seguinte estão os antecedentes históricos das crises cambiais anteriores, que devem servir de lição para as economias de mercados emergentes como o caso do Brasil, da necessidade de se buscar uma taxa de câmbio adequada à estrutura produtiva interna.

### 3 ANTECEDENTES HISTÓRICOS

No início de 1973, os países industrializados passaram a adotar sistemas de câmbio flutuante, com a expectativa de que a flutuação era a saída para os problemas enfrentados com a utilização das taxas fixas de Bretton Woods na busca dos equilíbrios externo e interno. Porém já no início da década de 1980 o sistema monetário internacional, baseado em taxas flutuantes começava a enfrentar problemas com crescentes conflitos de interesses entre as políticas macroeconômicas nacionais. O sistema evoluiu sendo adotado no início de 1987 um sistema com zonas alvo para as taxas de câmbio, instituído pelo acordo do Louvre. Este “novo” sistema conseguiu estabilizar em certa medida as taxas de câmbio. A partir do início da década de 1990 a estabilidade das taxas de câmbio deixou de ser a principal preocupação das políticas econômicas, os governos passaram a se preocupar mais em manter o crescimento ao mesmo tempo em que continham a inflação.

Quanto as graves crises financeiras mundiais ocorridas em passado recente, três delas tiveram início nas economias de países emergentes, como a crise mexicana no início de 1995; a crise asiática em 1997 e a crise russa em meados de 1998, todas com reflexos mundiais sendo o Brasil duramente afetado, devido principalmente ao aumento do endividamento público, consequência das taxas de juros altíssimas que se obrigava a praticar para defender o Real. No fim de 1998, as reservas diminuíram rapidamente em função da pressão especulativa. Um acordo com o FMI de US\$ 40 bilhões acalmou os mercados. Porém em janeiro de 1999 o Brasil se viu obrigado a desvalorizar o Real em 8 por cento e adotou o regime de câmbio flutuante, o Real rapidamente desvalorizou em torno de 40 por cento em relação ao dólar até se estabilizar.

A reincidência das crises enfrentadas pelas economias de mercado emergentes está alterando o comportamento das mesmas no sentido de buscar algum tipo de proteção, ou mesmo uma forma de amenizar os problemas enfrentados durante as experiências vividas.

Outro aspecto importante a ser observado é a liberalização dos sistemas financeiros, fato que tem acarretado excessos que quase sempre resultaram em graves crises, conforme ilustra o texto a seguir:

A interferência que se extrai das mudanças nos preços dos ativos, da volatilidade nos valores das moedas e da frequência e gravidade das crises bancárias, desde meados da década de 1960, é que as lições da história foram esquecidas ou negligenciadas. As últimas décadas sobressaem como as mais tumultuosas da história monetária internacional, em termos de número, escopo e gravidade das crises financeiras. Mais sistemas bancários nacionais coípsaram de lá para cá que em qualquer outro período anterior comparável; as perdas com empréstimos pelos bancos do Japão, da Suécia, da Noruega e da Finlândia, da Tailândia, da Malásia e da Indonésia, do México por duas vezes, do Brasil e da Argentina, variaram de 20% a 50% de seus ativos. Em alguns países, os custos que recaíram sobre os contribuintes com o fornecimento de fundos para cumprir as garantias explícitas ou implícitas dos depósitos chegaram a de 15% a 20% dos respectivos PIBs. Tais prejuízos na maioria desses países foram muito maiores que os dos Estados Unidos durante a Grande Depressão da década de 1930. (KINDLEBERGER e ALIBER, 2005, pg. 241).

### 3.1 CATÁLOGO DE ERROS

Segundo Wolf (2008) a maioria das grandes crises ocorreu em economias emergentes e envolviam grandes passivos em moeda estrangeira, sendo exacerbadas pela interação dos sistemas financeiros com as características centrais da política macroeconômica, principalmente no tocante aos regimes de taxas cambiais e as políticas monetária e fiscal.

A seguir o catálogo de erros, lista as características funestas da chamada segunda globalização e ajuda a explicar a ocorrência das crises financeiras ocorridas após a liberalização e conseqüente integração dos mercados:

1- A liberalização empurrou as instituições financeiras, os investidores e os reguladores para um contexto quase que inteiramente desconhecido, mesmo em países relativamente sofisticados e avançados como o Japão, Suécia e Estados Unidos. Essa estranheza induziu-os a cometer erros – como efetivamente os cometeram.

2- Os formuladores de políticas e os investidores não compreenderam quão limitada era a capacidade das instituições de assumir responsabilidade

por decisões tomadas anteriormente por ministros das finanças e por bancos centrais, afirmação que se aplica não só aos bancos do setor público, mas também a muitas instituições supostamente privadas.

3- Em muitos países, os sistemas financeiros continuaram a operar sob uma profusão de obrigações que não gerava lucro ou eram muito arriscadas, em termos explícitos ou implícitos.

4- Em muitos países, os sistemas legais continuaram inadequados, inclusive sem garantias da propriedade privada e sem normas falimentares adequadas.

5- As garantias expressas e tácitas do governo ao setor financeiro eram efetivamente ilimitadas em muitos países.

6- Para os investidores e para os reguladores, era quase impossível policiar os comportamentos, pois, para tanto, precisavam compreender o que estava acontecendo no sistema financeiro (inclusive transações fora dos balanços patrimoniais e realizadas no exterior), com as reservas oficiais, com operações em mercados futuros, com as finanças públicas (inclusive passivos contingentes) e com as demonstrações financeiras das empresas não-financeiras (inclusive exposições a risco cambial).

7- A oferta de capital estrangeiro estimulou governos, as empresas e as famílias – mais uma vez, principalmente nas economias de mercados emergentes – a recorrer ao capital externo, mormente sob a forma de empréstimos, em extensão muito maior que antes, e a assumir riscos sobremodo mais elevados que antes.

8- Nas economias de mercados emergentes, a falta de confiança na probidade das finanças públicas e na estabilidade do poder de compra das respectivas moedas gerou forte dependência em relação às finanças indexadas (correção monetária) ou, ainda pior, à concessão e à tomada de empréstimos em moedas estrangeiras. Os credores externos quase não se dispunham a emprestar nas moedas locais – fenômeno que alguns economistas rotulam como “pecado original”. Essa relutância gerou enormes posições cambiais descasadas nas demonstrações financeiras e, em consequência, extrema vulnerabilidade a grandes movimentos nas taxas de câmbio.

9- O excesso de endividamento se manifestou no nível de economias inteiras, sob a forma de grandes déficits em conta corrente, de déficits fiscais ou de surtos de investimentos do setor privado financiados com empréstimos, o que acentuou em muito a vulnerabilidade às oscilações na confiança dos investidores e, portanto, a mudanças na oferta de financiamentos.

10- Embora a maioria das economias de mercados emergentes e muitas economias avançadas pequenas, sobretudo na Europa Ocidental, continuassem relutantes em aceitar taxas de câmbio de livre flutuação, o compromisso com a atrelagem cambial também era fraco – situação quase inevitável quando os movimentos entre as grandes moedas do mundo eram muito grandes. A atrelagem gerava a ilusão de segurança nas concessões e tomadas de empréstimos em moeda estrangeira – embora essa não fosse a realidade.

11- Todos esses riscos, quase inevitavelmente, se revelaram mais altos nas economias de mercados emergentes, onde predominavam instituições sub-desenvolvidas, pouca experiência com mercados financeiros liberalizados, ineficácia dos governos, e práticas difusas de corrupção, suborno, uso de informações privilegiadas, transações com partes relacionadas e comportamentos semelhantes. Trata-se, afinal, de características típicas das economias “emergentes”.

12- Finalmente, todos esses atributos de um sistema financeiro global em processo de liberalização exacerbaram demais a escala e o impacto adverso da tendência costumeira dos mercados financeiros de experimentar ciclos de ganância e de pânico, na medida em que a incerteza intrínseca se manifesta sob a forma de excessos de confiança ou de ansiedade.

### 3.2 FLUXO DE CAPITAIS E CRISES SISTÊMICAS

Para Wolf (2008) o comportamento errático dos mercados de capitais é elemento central da sucessão de eventos ocorridos nas duas últimas décadas, e não está relacionada somente a história de diferentes países que enfrentaram problemas, mas sim, de ondas de capital global. As crises financeiras dos mercados emergentes exercem grandes efeitos macroeconômicos. Em especial, em épocas de entradas de capitais externos, quando esses incorrem em grandes déficits em conta

corrente. Porém, quando da saída desses capitais externos, surge a necessidade de restaurar o equilíbrio da conta corrente ou até mesmo de gerar superávit, o mais rápido possível para enfrentar o problema. Para que ocorra a redução do déficit em conta corrente, os gastos internos devem diminuir em relação ao produto, e quando as despesas internas diminuem, também se reduz automaticamente a produção de bens e serviços não-comercializáveis no exterior. Em contrapartida, para compensar esse encolhimento na produção de bens e serviços não-comercializáveis no exterior sobre os níveis de atividade e de emprego e também para melhorar o resultado da conta corrente, é necessário que seja aumentada a produção de bens e serviços comercializáveis no exterior, visando um aumento nas exportações, concedendo-se incentivos à produção desses itens.

Ainda segundo Wolf (2008), em princípios da década de 1980, as economias de mercados emergentes registravam grandes déficits em conta corrente em relação ao PIB, sendo capazes de gastar muito mais que suas rendas. Quando da ocorrência da crise da dívida na década de 1980, que começou com o México anunciando um calote, ocorreu uma diminuição dos déficits das economias de mercados emergentes como um todo, resultando em recessão generalizada, atingindo bastante as economias de mercados emergentes da América Latina. Esse quadro fez com que até o início da década de 1990 se mantivessem perto do equilíbrio, ocorrendo então um segundo episódio de generoso financiamento das economias de mercados emergentes. Até que em 1997 ocorreu a crise do Leste Asiático com reflexo generalizado, principalmente para as economias de mercados emergentes, que se viram forçadas a reduzir o déficit para zero. No geral, as economias de mercados emergentes passaram a partir de 1999 a gerar superávits em conta corrente. Portanto, após duas grandes ondas de déficits em conta corrente nas economias de mercados emergentes, sendo a primeira no início da década de 1980 e a segunda, ainda maior, em meados da década de 1990, as economias de mercados emergentes vêm gerando superávits em conta corrente como forma de proteção.

As economias de mercados emergentes vêm entesourando reservas internacionais desde fins da década de 1980, e mais recentemente esses países se recusam a permitir que as substanciais entradas líquidas de capital privado atrapalhem a política de geração de superávits em conta corrente. Essa combinação de grandes entradas líquidas de capital privado com acumulação de reservas

tornou-se significativa no contexto da economia mundial. Trata-se, portanto de reciclagem por parte do governo do saldo gerado pela conta corrente e do dinheiro proveniente dos fluxos de capital do setor privado. Assim “As economias de mercados emergentes estão fumando capital, mas sem tragar” (Wolf, 2008, pg.45).

### 3.3 A DINÂMICA DAS CRISES FINANCEIRAS

Segundo Gilpin (2004), as crises financeiras recorrentes levam-nos a questionar a racionalidade dos mercados e a perguntar como indivíduos racionais podem ser repetidamente apanhados em *booms* ou manias de investimento que quase sempre resultam em pânico e crises financeiras. Um aspecto fundamental de qualquer *boom* de investimento é o fato deste ser alimentado por uma rápida e substancial expansão de créditos bancários, que acabam aumentando bastante a massa monetária total. Um *boom* de investimentos também pode ser iniciado por fundos pessoais e empresariais, que também se expandem para financiar o *boom* especulativo, com isso contribuindo ainda mais para a provisão de dinheiro e as atividades expansivas. Com o tempo, a necessidade de especular eleva o preço dos ativos financeiros. O aumento de preços por sua vez cria novas oportunidades de lucro, o que atrai mais investidores para o mercado, Este processo de auto alimentação, faz com que tanto os lucros quanto os investimentos aumentem rapidamente. Durante esta fase de euforia, a especulação com o aumento dos preços torna-se mais um fator importante para o aquecimento do mercado. O número de investidores aumenta sempre mais na busca dos lucros em função da ascensão dos preços. Estes investidores passam a desprezar considerações habituais de racionalidade nos investimentos, investindo num mercado que por sua própria natureza é altamente arriscado. Estes desdobramentos irracionais constituem a fase da criação de “bolhas”, que a medida que se desenvolve acelera os preços e aumenta a velocidade dos movimentos especulativos.

Em algum momento do processo especulativo, basta que alguns operadores, acreditando que o mercado chegou ao seu auge, comece a converter seus ativos inflados em dinheiro ou outros investimentos menos arriscados. À medida que mais e mais agentes se dão conta da situação, e começam a vender seus ativos, inicia-se uma corrida para fugir dos ativos arriscados e sobrevalorizados cada vez mais veloz e acaba se transformando numa debandada atropelada em

direção a ativos mais seguros. Este mecanismo que desencadeou a debandada e acabou por provocar pânico, pode resultar na insolvência de um banco, a falência de uma corporação ou vários outros acontecimentos. Enquanto os investidores fogem do mercado, os preços caem, aumenta o número de falências e a “bolha” especulativa acaba explodindo. Enquanto os investidores tentam desesperadamente salvar o que podem, instala-se o pânico. Os bancos invariavelmente deixam de emprestar causando uma retração do crédito, o que pode até mesmo resultar em recessão. Com o tempo, o pânico cede por alguma circunstância, a economia recupera-se e o mercado volta ao equilíbrio, pagando para tanto um preço alto.

As crises financeiras são uma característica intrínseca do capitalismo internacional, uma vez que a especulação arriscada, a expansão monetária, aumento nos preços de ativos em grande demanda, quedas repentinas e abruptas nos preços dos ativos e corridas ao dinheiro ou a investimentos mais seguros, são endêmicos na busca de lucros altos por parte de investidores internacionais. A crise financeira do Leste Asiático e a subsequente desordem financeira global seguiram de perto o modelo de Minsky. Os investimentos especulativos em mercados emergentes com fundos “*hedge*” fortemente alavancados alimentaram a “bolha” de investimentos até o colapso tailandês em julho de 1997. Até que aproximadamente um ano depois, a desvalorização do rublo associada a outras notícias negativas provenientes da Rússia desencadearam o pandemônio financeiro global.

Segundo Wolf (2008) as crises financeiras se desdobram a partir da paralisação súbita dos fluxos de capital que força a queda dos déficits em conta corrente, o colapso das moedas e o encolhimento do crédito, seguido de profunda recessão. Nas economias de mercados emergentes atingidas pelas crises ocorre desvalorização que resulta em retração da economia. Uma das explicações para tal, é o fato de muitas economias emergentes gozarem de baixa credibilidade no que diz respeito à política monetária, e assim as desvalorizações são encaradas como prenúncio de inflação, tendo como consequência uma necessidade por parte da autoridade monetária de apertar e não afrouxar a política monetária. Outra importante explicação é a ocorrência de posições cambiais descasadas na economia, e a desvalorização cambial é uma séria ameaça a solvência de qualquer devedor com dívidas em moedas estrangeira, que fez uso desses recursos no financiamento de ativos no mercado interno.

Devemos lembrar que, resumidamente, além de fortes recessões que essas economias de mercados emergentes enfrentam nos momentos de crise sistêmica, ainda são obrigadas a suportar significativos custos fiscais para socorrer seus sistemas financeiros. As economias emergentes que sofreram crises gêmeas – cambial e financeira – se viram obrigadas a arcar com grandes custos fiscais. O resultado no final das contas é suportado, em boa parte, pelos contribuintes. Os banqueiros estrangeiros que haviam decidido emprestar – e que, portanto, eram culpados ao menos em parte pelos desastres – quase sempre escapam incólumes. O mesmo não se pode afirmar com relação aos cidadãos desses países (Wolf, 2008, pg.54).

### 3.4 APRENDENDO COM OS ERROS

Segundo Krugman e Obstfeld (2003), apesar de alguns importantes países do Leste Asiático registrarem, à época, alto crescimento do produto, baixa inflação e baixos déficits orçamentários, foram atingidos por graves crises e por grande depreciação monetária em 1997. Após estudos, as conclusões apontaram que a vulnerabilidade estava ligada ao risco moral difundido nas finanças e nas operações bancárias locais. Os efeitos dessa crise se espalharam por outros países em desenvolvimento como Brasil e Rússia, fato que evidencia o efeito do contágio nas crises financeiras internacionais da atualidade. Entre as lições aprendidas estão: maior transparência em relação às políticas econômicas e a situação financeira dos países; o aperfeiçoamento da regulamentação sobre a atividade bancária interna; e linhas de crédito mais amplas, seja de fontes privadas ou do FMI.

Para Wolf (2008), depois de sofrer com as oscilações dos mercados durante vinte e cinco anos, os agentes econômicos agora começaram a perceber que os fluxos de capital são perigosos. A combinação entre emprestadores gananciosos e tomadores ingênuos é capaz de gerar enormes custos quando a maré do fluxo de capitais muda de sentido. A partir dos resultados experimentados após várias crises, os formuladores de políticas das economias de mercados emergentes extraíram duas importantes lições, que basicamente se resumem na necessidade de desenvolver e aprimorar seus sistemas financeiros e de reduzir a própria vulnerabilidade em relação às reversões nas entradas de capital. Portanto, atualmente, estamos observando um cenário inteiramente novo com os mercados

de capitais tentando injetar dinheiro nas economias de mercados emergentes, enquanto os governos desses países estão fortemente determinados a “reciclar” os fundos na forma de reservas internacionais.

E prossegue questionando o grande pavor em relação aos déficits em conta corrente por parte das economias de mercados emergentes, e se explica afirmando ser perfeitamente possível os países conviverem com posições cambiais descasadas, principalmente aqueles que registram equilíbrio em conta corrente, listando para tanto algumas razões, como se segue:

1- Mais importante, o déficit em conta corrente, no final das contas, sempre gera posições cambiais descasadas no balanço patrimonial de qualquer país que dependa de empréstimos (não da entrada de investimentos diretos) para cobrir seu déficit externo e que não seja capaz de tomar empréstimos na sua própria moeda.

2- Grandes déficits em conta corrente parecem ser um dos gatilhos das saídas de capital.

3- A correção de grandes déficits em conta corrente exige desvalorização da taxa de câmbio real – talvez muito grande – o que acarretará sérios problemas para economia interna, se houver posições cambiais descasadas no balanço patrimonial agregado.

4- A conscientização quanto a esse fato é boa razão para as saídas de capital que detonam a depreciação da moeda.

5- A mesma constatação também tende a reduzir cada vez mais o prazo dos empréstimos, que em consequência, se tornam cada vez mais arriscados, na medida em que os credores tentam aumentar a liquidez de suas posições.

6- Finalmente, a correção rápida dos déficits em conta corrente é sempre dolorosa e tanto quanto impossível de ser evitada.

Ainda segundo Wolf (2008), existe um temor generalizado em relação à flutuação cambial, o que se explica em parte devido às rupturas que resultaram das grandes alterações nos preços relativos. Uma outra causa desse receio é a preocupação com os danos provocados pelas posições cambiais descasadas. Portanto, quando se teme a flutuação cambial, o correto é manter uma posição

fortemente favorável no saldo da conta corrente e promover a manutenção da taxa de câmbio subvalorizada.

Possíveis tentativas do mercado na direção de forçar uma valorização da moeda que se encontra subvalorizada poderão sempre ser combatidas mediante a compra de mais moeda estrangeira. Porém em situação inversa, quando for necessário evitar a desvalorização da moeda que esteja sofrendo pressão para depreciar, corre-se o risco de rapidamente esgotar as reservas e logo, ser necessário recorrer a um aumento das taxas de juros, o que resulta obviamente, em encolhimento da economia sem garantia de sucesso da tentativa de enfrentar a desvalorização.

Portanto, parece que as economias de mercados emergentes estão aprendendo a lição de não tolerar déficits em conta corrente. Esta estratégia oferece uma outra vantagem, talvez mais importante, que é a vantagem política. Uma economia que consiga manter um cenário onde se observe uma posição forte em conta corrente e aliado a isso esteja sofrendo uma pressão de valorização sobre a sua moeda, dificilmente enfrentará riscos de ter sua credibilidade quanto as políticas internas questionadas por parte dos organismos internacionais como, por exemplo, do Fundo Monetário Internacional.

Finalmente, o lado positivo dessa seqüência de crises econômicas que afetaram, em alguma medida, a economia mundial como um todo é que o risco de outra onda de crises nos mercados emergentes já não é tão grande. Por outro lado, se muitos países estiverem dispostos a oferecer capital e poucos países estão preparados para receber capital, os que aceitarem acabarão incorrendo em déficits.

As lições que as crises financeiras sistêmicas deixaram, com destaque para o efeito contágio em função de uma maior integração econômica mundial, tem sido estudadas por importantes centros acadêmicos e podem ajudar a entender os desequilíbrios verificados nesses tempos de globalização.

#### 4 OS DESEQUILÍBRIOS, AS CRISES E AS REFORMAS

Segundo Gilpin (2004), a desordem observada na economia global no fim da década de 1990, que teve início em julho de 1997 na Tailândia, reflete o crescente impacto das forças econômicas globais nas questões políticas e econômicas internacionais. Espalhando-se com rapidez pelas economias industrializadas da Ásia do Pacífico e até mesmo pelo Japão, esta desordem em seguida envolveu boa parte do mundo. A evaporação de riqueza na Ásia do Pacífico assim como em outras regiões foi bastante significativa. Países exportadores de *commodities* sofreram enormes perdas com o encolhimento de seus mercados de exportação. Embora a economia russa constituísse uma pequena parte de economia internacional e seus problemas fossem em grande medida de ordem interna, as notícias negativas referentes a problemas na economia russa em 1998 desequilibraram os mercados financeiros internacionais, desencadeando uma queda acentuada nas bolsas pelo mundo, inclusive na bolsa americana. O grande impacto psicológico desses acontecimentos levou os investidores a se retirarem dos mercados emergentes, dentre eles um dos mais afetados foi o Brasil.

Embora os mercados emergentes no início dos anos 90 fossem considerados como fonte de grandes lucros para os investidores americanos, no final da década estes passaram a ser considerados como grandes fontes de instabilidade política e econômica global. Antes do episódio da crise Asiática de 1997, teria sido impensável que uma crise financeira que teve origem em uma economia secundária do Sudeste Asiático pudesse chegar a causar prejuízos não só nos Estados Unidos, mas também como no resto do mundo.

Ainda segundo Gilpin (2004), os problemas que decorrem da maior integração econômica das economias nacionais exigem novas regras ou a modificação das regras existentes, visando o enfrentamento das questões econômicas surgidas com essa nova realidade e que consiga assegurar a continuidade de uma economia global aberta e estável. A integração internacional dos mercados financeiros, a crescente importância das corporações multinacionais e do investimento direto estrangeiro, além da disseminação dos blocos econômicos regionais, estão exigindo ações das principais potências econômicas em conjunto com as economias de mercados emergentes de todo o mundo. Se este bloco de

países continuar se eximindo de atacar os problemas econômicos internacionais mais cruciais, poderá estar ameaçando a estabilidade da economia global.

#### 4.1 INTERVENÇÕES EM MOEDA ESTRANGEIRA - “BRETTON WOODS DOIS”

Segundo Wolf (2008), as alterações ocorridas no balanço de pagamentos global, num passado recente, resultam de decisões de políticas públicas pelos governos, cujas consequências têm sido promover o avanço de grande quantidade de países emergentes para o superávit de poupança. As políticas públicas adotadas pelos países emergentes asiáticos baseiam-se na promoção da produção de bens e serviços comercializáveis no exterior, combinada com a forte determinação de manter subavaliada a taxa real de câmbio. Tal estratégia fica evidente pelas importantes intervenções oficiais nos mercados cambiais e a consequente acumulação de reservas internacionais por estes países. A motivação para o “protecionismo” da taxa de câmbio visa em parte, influenciar a política industrial, com promoção das exportações, e também fornecer garantias contra crises financeiras sistêmicas.

O cenário citado anteriormente tem sido chamado de “Bretton Woods Dois”, em alusão ao acordo de Bretton Woods, que originalmente definiu o sistema de taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis sob supervisão do Fundo Monetário Internacional, que vigorou desde o fim da Segunda Guerra Mundial até 1971. Dentre as consequências políticas, talvez a mais importante, seja a necessidade de gerar as poupanças que são a contrapartida dos superávits em conta corrente. Uma vez que sem esse resultado, ocorrerá um excesso de despesas, consequentemente inflação, queda de competitividade e terminando com o fracasso político.

Ainda segundo Wolf (2008, pg. 83), os mecanismos que melhor explicam tal política são as tentativas do país em fixar sua taxa de câmbio real abaixo do nível de mercado, mesmo que este nível de mercado esteja distorcido devido às intervenções nos mercados cambiais, e os controles por parte do governo nas saídas de capital. Dois resultados bastantes prováveis são: a obtenção de superávits em conta corrente e a entrada no país de capital especulativo. As autoridades, então devem comprar a moeda estrangeira dos exportadores, que ingressa no país, e aplicá-la em reservas internacionais. Em outra frente, as autoridades precisam garantir a sustentação do excesso de renda sobre os gastos, que tem origem nos

superávits registrados em conta corrente. Para tanto, adota-se uma mistura de medidas de política fiscal com aumento de algumas taxas e gastos mais baixos, e de medidas de política monetária diante da necessidade de neutralizar as consequências do aumento da quantidade de dinheiro do banco central utilizado na compra do excesso de moeda estrangeira que entra no país. Essas medidas monetárias também incluem medidas de controle tais como: a imposição aos bancos comerciais de manutenção de reservas compulsórias, e em alguma medida, controles diretos sobre os empréstimos e vendas de passivos não muito líquidos do banco central ou do próprio governo ao público em geral ou até mesmo aos bancos. Para completar, essas medidas de política monetária também tenderão a incluir taxas de juros internas mais elevadas. Os riscos relacionados a essas políticas são: os bancos tentarão encontrar meios de contornar as exigências de reservas compulsórias; os controles de créditos podem não ser eficiente o bastante e por consequência ser ignorado; as taxas de juros internas mais altas podem atrair ainda mais capital para o país, além de aumentar o custo fiscal da operação assim que as taxas de juros internas superarem as das aplicações do governo em moeda estrangeira no exterior.

O resultado dessas políticas tem sido a acumulação de reservas internacionais, devido em parte às intervenções nos mercados cambiais, evidenciando que as taxas de câmbio não são flutuantes. Portanto, as economias de mercado emergentes, na maioria, não confiam nos benefícios que as taxas de câmbio determinadas pelo mercado poderiam trazer, por motivos perfeitamente compreensíveis, considerando as experiências anteriores de interrupções bruscas dos fluxos de capital das quais foram vítimas e que foram tão dolorosas durante as décadas de 1980 e 1990.

A conclusão a que muitos desses países chegaram é de que existe a necessidade de impedir a valorização da taxa de câmbio, sob pressão das entradas de capitais privados oriundos do exterior, simplesmente deixando que a taxa atingisse níveis que mais tarde se tornariam insustentáveis. A decisão foi então, a de buscar, por meio das intervenções, taxas de câmbio altamente competitivas, em que a conta corrente pudesse manter-se forte e o superávit comercial contribuísse para sustentar altos níveis de atividade interna.

Finalmente, o ponto principal da trajetória dos desequilíbrios são as intervenções oficiais nos mercados de câmbio visando a manutenção do baixo valor

das moedas. Uma das consequências dessa política tem sido, por parte das economias de mercado emergentes, a gigantesca acumulação de reservas internacionais, que são também, enormes saídas de capital oficial. Esses fluxos para fora do país compensam deliberadamente as entradas de moeda estrangeira oriundas dos superávits em conta corrente e, em muitos casos, os grandes ingressos de capitais privados. Estes últimos fluxos de entrada refletem o desejo compreensível de investir nas economias que apresentam um crescimento mais rápido, com melhores perspectivas e que tenham alto nível de solvência, em função da acumulação das reservas internacionais. Repete-se então, a velha lógica na qual os receptores de capital mais atraentes são justamente aqueles que menos precisam de capital (Wolf, 2008).

#### 4.2 EUA COMO PRINCIPAL DESTINO DO EXCESSO DE RECURSOS

Para que ocorra equilíbrio no balanço de pagamentos global, apesar dos erros de mensuração que pouco comprometem sua exatidão, os gigantescos superávits registrados, principalmente, pelos países asiáticos e pelos países exportadores de petróleo deve ser investido em algum lugar. E o local escolhido pela maioria dos investidores tem sido os Estados Unidos.

Segundo Wolf (2008), para os países que realizam intervenções nos mercados cambiais com o objetivo de manter o dólar baixo em relação as suas moedas, essa estratégia torna-se inevitável e contribui para que alcancem seus objetivos, uma vez que, se eles não investissem em passivos nos Estados Unidos, o dólar cairia em comparação com suas moedas. Esse grupo de investidores conta com muitos dos mais importantes países superavitários e com os exportadores de petróleo. Para investidores de países que não se enquadram nessa categoria, os Estados Unidos além de oferecerem passivos atraentes conta com segurança relativa aos direitos de propriedade, mercados líquidos e com o fato do dólar ser a moeda mais importante do mundo.

Cabe ressaltar, que o Federal Reserve, ao contrário de outros bancos centrais modernos, não se orienta apenas pelas metas de inflação, mas também pela obrigação de sustentar a atividade real, sendo o pleno emprego, ou em outras palavras o equilíbrio interno, o alvo dos formuladores de políticas macroeconômicas dos Estados Unidos.

A consequência é relativamente simples. Os Estados Unidos absorvem qualquer excesso que o resto do mundo registre, pois, como emissor da principal moeda do mundo, não está sujeito a restrições externas: os Estados Unidos têm sido capaz, de tomar emprestado tanto quanto quiser, em sua própria moeda, a taxas de juros reais baixas. Ao que parece, o mercado não receia um possível colapso inflacionário do dólar, ou acredita que os governos externos colaboram com a manutenção da atual situação, uma vez que este cenário lhes interessa. Essa é a implicação de “Bretton Woods Dois”. Portanto, o Federal Reserve, ao adotar políticas públicas na direção do equilíbrio interno, acabam também equilibrando a economia mundial, absorvendo os excessos de poupança e, portanto os superávits de bens e serviços do resto do mundo, a uma determinada taxa de juros real.

Segundo Wolf (2008, pg. 65), o ex-secretário do tesouro dos Estados Unidos, Lawrence Summers, conseguiu associar em breve texto, a ocorrência das baixas taxas de juros reais observadas a nível global e o enorme déficit em conta corrente dos Estados Unidos:

“Fato impressionante sobre a economia global refuta a explicação dominante nos Estados Unidos sobre o padrão dos fluxos de capital globais: as taxas de juros reais, em termos mundiais, estão baixas, não altas. Quando se observam os títulos de dívida indexados, indicadores das taxas de juros nominais em relação à inflação corrente, e os rendimentos da maioria dos ativos, mormente imóveis ou spreads de crédito, a precificação do mercado de capital aponta para a tendência da oferta de capital superior a demanda por capital em todo o mundo, em vez do contrário. As taxas de juros reais, em âmbito global, estão baixas, não altas, sob uma perspectiva histórica. Se o impulso dominante que explica os acontecimentos globais fosse o declínio da poupança nos Estados Unidos, seria de se esperar taxas de juros reais anormalmente elevadas, como os déficits gêmeos na década de 1980, não taxas de juros reais inusitadamente baixas. O aumento do consumo nos Estados Unidos, muito acima do crescimento da renda, tem sido acompanhado de substancial crescimento voltado para as exportações no resto do mundo.”

Nesse sentido, as taxas de juros ainda estariam baixas, apesar dos déficits em conta corrente dos Estados Unidos, devido a vários países não conseguirem absorver suas poupanças internamente, mesmo a taxas de juros baixas, e por consequência os mesmos estariam exportando este excesso de poupança

principalmente para os Estados Unidos. Portanto, um dos principais motivos que estariam levando os Estados Unidos a incorrer em enormes déficits em conta corrente, estaria ligado à importação do excesso de poupança, e por consequência um também enorme superávit na conta capital.

Quando se observa com mais atenção alguns países importantes, a tendência é de se raciocinar em termos escassez de investimentos e não de excesso de poupança, para tanto são enfatizadas cinco características centrais do panorama global:

- 1- As taxas de poupança globais estão em queda, em razão do declínio das poupanças nos países de alta renda.
- 2- As taxas de investimento dos países de alta renda também estão diminuindo, sobretudo desde princípios da década de 1990.
- 3- As taxas de poupança e de investimento das economias emergentes e dos países exportadores de petróleo aumentaram no mesmo período, à exceção das fortes quedas, sobretudo nas taxas de investimento, que ocorreram com o desfecho das crises financeiras de 1997-98.
- 4- Os países de alta renda se tornaram importadores de poupança, uma vez que suas taxas de poupança caíram abaixo de suas taxas de investimento.
- 5- As taxas de poupança das economias emergentes e dos países exportadores de petróleo subiram além das suas taxas de investimento, o que os converteu em exportadores de capital.

Assim sendo, importantes regiões estariam dispendo de excesso de poupança em relação aos investimentos e os Estados Unidos por sua vez, têm absorvido grande parte dos excedentes de poupança do resto do mundo, não para aumentar o investimento, mas para financiar o consumo e compensando assim as baixas taxas de poupança.

O balanço de pagamentos reflete os movimentos dos fluxos de capital, neste sentido fica evidente que regiões que obtém superávit em conta corrente geram consequentemente déficits em conta capital. No cenário atual, podem ser considerados como principais fontes de superávits os países asiáticos e os países exportadores de petróleo. Os Estados Unidos, por outro lado, se tornaram o maior tomador de empréstimos tendo a Ásia e os países exportadores como as principais fontes de capital do mundo. Cabe ressaltar, que apesar da Ásia ser importante

importador de petróleo e ainda assim consiga gerar superávits em conta corrente tão volumosos num período de preços médios do petróleo tão altos.

O balanço de pagamentos global deve fechar em equilíbrio, mesmo que ocorram erros de mensuração que comprometam sua exatidão. Portanto, a contrapartida do aumento do déficit dos Estados Unidos guarda pouca relação com a pequena melhora nas contas agregadas dos outros países de alta renda, e grande ligação com os superávits obtidos pela Ásia e os países exportadores de petróleo (Wolf, 2008).

De modo mais simples, uma explicação para o cenário atual, é que as saídas de capital do resto do mundo sustentam o dólar. Dada uma taxa de câmbio real resultante dessa situação para os Estados Unidos, causa um encolhimento da produção dos setores da economia americana ligados aos bens e serviços comercializáveis no exterior. O Federal Reserve baixa as taxas de juros para aquecer a economia, visando evitar o crescimento do desemprego, e ao cortar as taxas de juros, termina por estimular o grande excesso de demanda por bens e serviços comercializáveis no exterior, o que tem como consequência lógica os resultados negativos registrados na balança comercial e em conta corrente.

#### 4.3 O DESEQUILÍBRIO GLOBAL

Em estudo realizado quando ainda era governador do Federal Reserve, Ben Bernanke demonstrava preocupação com o fato de as taxas de juros reais estarem baixas numa época de crescimento global bastante acelerado. Esta situação observada por Bernanke, guarda estreita relação com os desequilíbrios globais. Para melhor compreensão dos principais mecanismos dos desequilíbrios globais seguem cinco importantes constatações:

- 1- As crises financeiras nos mercados emergentes, na década de 1990; a explosão da bolha econômica japonesa, em 1990; o estouro das bolhas dos mercados de ações do Estados Unidos e da Europa, em 2000; a determinação da China de buscar o crescimento induzido por exportações e de eliminar qualquer risco de crise financeira; e, por fim, a disparada dos preços do petróleo, na década de 2000, que promoveu grande deslocamento de renda para os países de alta poupança, tudo isso

redundou em superávit significativo das poupanças em relação aos investimentos no começo da década de 2000. Além disso, vários países de alta renda, mormente o Japão, apresentam excesso estrutural de poupanças. Uma consequência dessa situação tem sido as baixas taxas de juros reais de longo prazo, que se tornaram característica da economia mundial.

2- A distribuição desse excesso de poupança tem sido altamente desigual em todo o globo. O Leste Asiático e os países exportadores de petróleo se tornaram regiões superavitárias. Esses últimos, com o passar do tempo, tenderão a gastar o dinheiro extra que ganharam. Isso parece menos provável no caso do Leste Asiático, em geral, e da China, em especial. Considerando as tendências em curso, não parece inconcebível que a China passe a gerar superávits em conta corrente, da ordem de US\$ 400 bilhões a US\$ 500 bilhões por ano, daqui a poucos anos, o que equivaleria a não mais que 15% do PIB.

3- No nível global, a política fiscal e a política monetária dos Estados Unidos têm contribuído para absorver o excesso de poupança em outros lugares, o que não tem sido intenção explícita dos formuladores de políticas do Estados Unidos. A política fiscal expansionista do Estados Unidos sob a administração George W. Bush foi justificada por considerações do lado da oferta (*supply-side*). Do mesmo modo, a política monetária expansionista do início da década de 2000 destinava-se a garantir o crescimento não-inflacionário dos Estados Unidos. Porém, considerando a disposição do resto do mundo de fornecer capital aos Estados Unidos, tais políticas produziram o efeito de absorver o excesso de poupanças do resto do mundo e, portanto, de gerar níveis mais altos de atividade econômica no mundo como um todo. Segundo essa visão, a política monetária fácil dos Estados Unidos e de outros países, foi consequência da superabundância global de poupança.

4- Os governos das economias emergentes têm sido diretamente responsáveis por boa parte das saídas de capital. Isso porque ou os residentes desses países não tinham permissão para manter ativos estrangeiros, como na China, ou porque a maior parte das receitas de exportação se acumula nos governos, como no caso dos países

exportadores de petróleo. Além disso, o tamanho da superabundância de poupança não é apenas um dado, mas consequência da adoção de metas para as taxas de câmbio. Essa fixação de metas levou, de início, a grandes superávits em conta corrente e a acumulação de reservas internacionais, o que, por sua vez, na falta de controles, teria resultado em rápida expansão monetária, em gastos mais altos e, por fim, em inflação. Mas os governos envolvidos tentaram com afincado esterilizar o impacto monetário e restringir a ampliação do crédito. O efeito de tais políticas é sustentar a poupança nos níveis necessários.

5- Finalmente, as condições monetárias fáceis, geradas não só pela resposta à superabundância de poupança, mas também pela gigantesca acumulação de reservas decorrentes das intervenções nas taxas de câmbio, produziram o que Brian Reading, da Lombard Street Research, de Londres, denomina “tsunami de liquidez”. Taxas de juros nominais e reais baixas estimularam forte crescimento do crédito, deslocamento mundial para ativos de risco e compressão dos *spreads* de risco. Os fundos de *hedge* e os fundos de *private equity* prosperavam à medida que os investidores buscavam retornos mais elevados, embora a alta dos preços dos ativos e as baixas taxas de juros reais determinassem o oposto.

Partindo-se de um cenário formado por essas cinco condições, cabem ainda algumas considerações, sendo que o ponto em comum entre elas é a crença em que o excesso de gastos dos Estados Unidos é o principal fator que impulsiona o atual padrão global de déficits e superávits em conta corrente.

Uma visão simplista sugere apenas que os americanos decidiram gastar demais, e esse excesso de gastos gera demanda pela produção do resto do mundo, e por consequência os déficits em conta corrente dos Estados Unidos. Porém, se somente isso fosse verdade, seria de se esperar taxas de juros mais altas. Uma versão mais sofisticada considera que, além do excesso de gastos dos americanos, esse cenário de recorrentes déficits registrados nas contas correntes dos Estados Unidos, termina por postergar uma recessão global, contudo, independente das razões que levaram a situação atual de desequilíbrio global, o ponto crucial é saber por quanto tempo esse cenário pode perdurar.

#### 4.4 AJUSTES GLOBAIS E REFORMAS

De acordo com Wolf (2008), o déficit em conta corrente dos Estados Unidos está encolhendo, ou em outras palavras, a demanda interna está diminuindo, e para que o resto do mundo continue avançando sem o excesso de demanda americano, todas as economias devem crescer com mais equilíbrio. Para tanto a demanda agregada desses países deve registrar um crescimento, no mínimo, igual ao crescimento do produto potencial. O ajuste somente ocorrerá se as economias de mercado emergentes, cada vez mais importantes no cenário global, considerarem a possibilidade de revisão das políticas públicas em curso, e passem a aceitar, uma mudança de rumo no panorama global, que implique em mudança na direção dos fluxos de capital, passando estes a fluir das sociedades ricas e já em processo de envelhecimento para os países mais pobres e que apresentem boas oportunidades de investimentos. A seguir Wolf (2008) lista quatro pontos básicos em direção ao ajuste global.

- 1- Deve-se almejar um sistema financeiro internacional liberal e de mercado, mas também menos propenso às crises financeiras devastadoras das décadas de 1980 e 1990, com os enormes custos que impuseram em termos de solvência fiscal e de perda de produção e renda.
- 2- Deve-se buscar uma economia global cujo equilíbrio macroeconômico geral não dependa dos Estados Unidos como tomador e gastador de última instância, como tem sido na última década.
- 3- Deve-se empreender um conjunto de reformas internas e internacionais capazes de criar condições para que as economias de mercados emergentes sintam que podem ser importadoras líquidas de capital, ou seja, incorrer em déficit em conta corrente, sem medo de colapsos da taxa de câmbio, de calotes soberanos, de insolvência em massa de empresas no mercado interno, da conseqüente humilhação, e das crises econômicas e políticas daí resultantes.
- 4- Deve-se desenvolver um sistema monetário internacional que contribua para a realização desses objetivos e um conjunto de instituições internacionais, das quais o FMI é a mais importante, que os torne factíveis.

As crises financeiras que ocorreram nas três últimas décadas tiveram sempre em comum o fato de serem precedidas por períodos em que predominavam gigantescos fluxos líquidos de capital para as economias de mercados emergentes. Depois da ocorrência de variadas crises sistêmicas essas economias emergentes decidiram, algumas não tiveram escolha, a deixar de atuar como importadoras líquidas de capital. No início dos anos 2000, investidores privados voltaram a optar por aplicar seu dinheiro novamente nessas economias de mercados emergentes buscando rentabilidade maior do que encontrada a encontrada em outros mercados. Essa situação fez com que muitas dessas economias emergentes promovessem intervenções cambiais de grande monta e por consequência acumular vultosas reservas. As economias de mercados emergentes então “fumam mas não trazam” nos mercados de capitais globais. Mesmo estando, a maioria dessas economias, preparada para se engajar nos mercados de capitais, elas não aceitam ou empenham-se em não aceitar, entradas líquidas de capital em suas economias (Wolf, 2008, pg. 3).

Ainda segundo Wolf (2008), no front interno, as reformas devem concentrar-se nos regimes cambiais, monetários e fiscais; na regulação do setor financeiro; nas instituições jurídicas e na proteção dos direitos de propriedade, com o propósito de criar condições micro e macroeconômicas em que grandes fluxos de capital estrangeiro tornem-se relativamente “seguros” para as economias de mercados emergentes.

#### 4.4.1 Limites do crescimento induzido por exportações

A abundância de investimentos e financiamentos externos, aliados a valorização das exportações brasileiras, sustentaram o crescimento da formação de capital sem a utilização de poupança interna num passado recente.

Porém, desde abril de 2007 já era possível observar, mais rápido do que o esperado, a deterioração da conta transações correntes, antes mesmo do agravamento da contração do crédito externo. O encolhimento da oferta de crédito internacional e por consequência do comércio internacional, alterou o quadro anteriormente observado impondo ao Brasil uma restrição externa ao crescimento.

Os argumentos a favor de uma mudança de estratégia, priorizando investimentos em produção de bens e serviços não-comercializáveis no exterior em

detrimento dos comercializáveis, aumentando assim a importância do mercado interno para a economia nacional, tem como objetivo a redução da dependência que o ritmo de crescimento econômico nacional tem em relação ao ritmo de crescimento da economia global.

Segundo Wolf (2008), um ponto fundamental é que ocorra uma expansão da demanda em relação à oferta, com ênfase no consumo público e privado. A taxa de câmbio deve ter espaço para variar de acordo com o necessário para conter a inflação. Tal política se baseia na crença de que as alterações quanto ao equilíbrio externo dependem, principalmente, de alterações na demanda em relação à oferta, com os movimentos nas taxas de câmbio reais eliminando excessos de demanda.

#### 4.4.2 Reforma financeira

Conforme argumenta Wolf (2008), considerando que as economias emergentes avaliem que suas reservas internacionais proporcionam segurança adequada, estas estariam em condições de admitir a hipótese de incorrer em déficits em conta corrente. A liberalização dos fluxos de entrada que geram riscos relativamente pequenos de instabilidade e até de crises podem ser separados em algumas formas consideradas seguras, estas seriam:

1- Os ingressos menos arriscados, sob esse ponto de vista, são os IDEs. Depois que o investimento é realizado, o investidor estrangeiro fica na prática ligado ao empreendimento, sendo o investimento ilíquido em qualquer circunstância. Em uma situação de crise, mesmo que esse pudesse ser liquidado, seu valor seria muito reduzido e provavelmente em moeda local. Portanto numa situação de crise, o investidor estrangeiro irá compartilhar das perdas impostas ao país anfitrião.

2- Uma outra forma de financiamento menos arriscada seria o investimento em portfólio de ações. Embora essa forma seja bem mais líquida que o IDE, apresenta características diferentes em situações de crise. O investidor participa automaticamente das perdas, uma vez que tanto o mercado de ações quanto a taxa de câmbio despencam.

3- A alternativa menos arriscada, sob o ponto de vista do país anfitrião, são os títulos de dívida em moeda local, com vencimentos relativamente longos. Embora a maioria desse bônus ofereça cupom nominal fixo, o valor dos títulos é expresso em moeda nacional e não estrangeira. A grande vantagem desses papéis é o fato de

eliminar as consequências adversas de posições cambiais descaídas, quando a moeda local sofre uma depreciação forçada. Quando um país com grandes passivos brutos em moeda estrangeira, passa por uma desvalorização cambial, o encargo da dívida dá um salto imediato em moeda local.

Portanto, se for pretensão de um país buscar financiamento exterior, é melhor que o faça por meio de ações ou de bônus em moeda local. O endividamento em moeda estrangeira é perigoso, sendo as dívidas de curto prazo em moedas estrangeiras mais perigosas ainda, uma vez que estas ficam sujeitas aos riscos de variações nas condições de liquidez do mercado. A melhor opção para cada país é tomar empréstimos na própria moeda, eliminando assim, o risco de assumir posições cambiais descaídas significativas.

Ainda segundo Wolf (2008), felizmente, as economias de mercados emergentes realizaram avanços significativos no desenvolvimento de seis mercados de títulos de dívida em moeda local, conforme publicado em estudo do Banco de Compensações Internacionais. Um país que construa um mercado que inspire confiança aos cidadãos locais, logo conseguirá a confiança dos estrangeiros. A lógica é simples, os residentes locais tendem a possuir mais informações sobre as condições do próprio país que os investidores estrangeiros. Se estes investidores locais relutarem em emprestar ao próprio governo em moeda local, estarão sinalizando negativamente para o mercado. Em sentido contrário, com o desenvolvimento de um mercado de dívidas locais importantes, os residentes estarão demonstrando um razoável nível de confiança.

O desenvolvimento de mercados sólidos, de títulos de dívida públicos e privados, em moeda local, é passo indispensável e importante para a construção de um sistema financeiro global mais saudável. O passo seguinte é aumentar o acesso de investidores estrangeiros a esses mercados. Evidentemente, o interesse dos investidores é grande, em razão do oferecimento de taxas de juros relativamente altas e da oportunidade daí resultante para a diversificação dos portfólios de títulos de dívida dos investidores. A lógica básica aqui parece evidente: Wall Street pode criar a qualquer momento cestas de títulos de dívida emitidos em todas as moedas do mundo, como meio para diversificação de riscos. Os devedores não são capazes de diversificar os próprios riscos da mesma maneira, pois, se contraírem empréstimos predominantemente em dólares, as taxas de câmbio do dólar se converterão em fonte de risco sistêmico para toda a

economia. As operações de Hedge podem ser caras demais ou mesmo impossíveis nas moedas locais. Mas os investidores têm condições, a qualquer momento, de fazer hedge contra tais riscos, mediante o processo simples de diversificação, sem recorrer a produtos derivativos complexos. Portanto, um mundo no qual os países tomem empréstimos na própria moeda e os investidores mantenham portfólios diversificados de títulos de dívida tende a ser muito mais estável que outro em que os países se endividem intensamente em moeda estrangeira, não emissível por seus bancos centrais, e em que, como resultado seus governos não possam operar como efetivos emprestadores de última instância (WOLF, 2008, pg. 177).

Ainda neste sentido, o autor argumenta que os países emergentes relativamente avançados além de construir mercados financeiros fortes precisam criar um ambiente de estabilidade macroeconômica confiável.

#### 4.4.3 Reforma macroeconômica

A estabilidade econômica é um pré-requisito para que o sistema financeiro atinja a maturidade. Um cenário onde se encontra inflação alta e variável, quase sempre resultando de inconsistência fiscal, não só é prejudicial ao sistema financeiro como também tende a ser a principal causa de dependência em relação a empréstimos em moedas estrangeiras. Portanto as políticas fiscal e monetária devem ser planejadas de maneira conjunta.

Um país encontra-se em equilíbrio interno quando os seus recursos produtivos estão plenamente empregados e o nível de preços está estável. Qualquer desarranjo do pleno emprego irá perturbar a estabilidade do nível de preços, seja pelo subemprego dos recursos que gera desperdício e pobreza, seja pelo sobreemprego que deprecia o capital mais rapidamente, (KRUGMAN & OBSTFELD, 2003, p.410).

Ainda segundo Krugman e Obstfeld (2003), as rápidas mudanças no nível de preços, além de comprometer a previsibilidade dos mesmos é danosa à economia como um todo. Neste sentido, os formuladores da política econômica estarão buscando evitar a instabilidade do valor real da moeda. Para alcançar a estabilidade de preços, Simonsen e Cysne (1989) afirmam que os *policy makers* devem evitar grandes flutuações do produto, evitando assim uma possível inflação ou deflação.

Apesar das exigências de uma política fiscal consistente ser bastante simples, a sua execução, na prática, tende a ser dificultada pelas necessidades de bons resultados nas urnas, uma vez que desequilíbrios podem produzir bons resultados, perante o eleitorado.

O pré-requisito para manutenção da inflação sob controle é a disciplina fiscal. A credibilidade da moeda é imprescindível para a estabilidade e credibilidade de um sistema financeiro. Países relativamente sofisticados e grandes devem considerar a adoção do regime de metas de inflação, que devem ser implementadas por um Banco Central independente. Nos últimos anos, essa estrutura se tornou cada vez mais comum no mundo em desenvolvimento. Essa regra, no entanto, exige moeda plenamente flutuante, e logo se deve abandonar qualquer tentativa de sustentação de metas de taxas de câmbio nominais ou reais. Embora nos últimos anos, vários países em desenvolvimento tenham avançado na direção de taxas de câmbio flutuantes, poucos desistiram totalmente de intervenções cambiais. Esse temor guarda relação com os passivos em moedas estrangeiras, desejo de estimular a competitividade das exportações, incerteza quanto ao fluxo de entrada de capitais e, finalmente com objetivo de acumular reservas internacionais como forma de proteção às turbulências dos mercados. Portanto o regime que predomina nas economias emergentes é o da flutuação gerenciada, regime que inibe a atuação independente do Banco Central na execução da política monetária, concentrada em metas de inflação. (WOLF, 2008, pg. 184).

## 5 A TRAJETÓRIA RECENTE DAS CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS

A crise financeira internacional atingiu as contas externas brasileiras mediante vários mecanismos de transmissão. Este capítulo analisa os reflexos do contágio sobre as transações correntes e os fluxos de capitais. Apesar dos impactos sofridos não terem sido suficientes para tornar negativo o saldo do balanço de pagamentos em 2008, o qual registrou um superávit de US\$ 2,9 bilhões, este resultado foi muito menor que o superávit registrado em 2007, ano que apresentou um recorde histórico atingindo US\$ 87,4 bilhões. Cabe ressaltar ainda que esse resultado de 2008, apesar de preocupante, foi bastante positivo quando comparado aos registrados no biênio 1998-1999 e em 2002, quando eclodiram as crises cambiais precedentes. (BACEN, 2009).

Portanto, é importante analisar a evolução das principais contas do balanço de pagamentos de 2008 para identificar e entender as variações que determinaram à sua deterioração em relação a 2007. Ainda neste contexto, a análise busca compreender os fatores que de alguma forma contribuíram para amenizar tal deterioração, e que possibilitaram um resultado ainda positivo e bastante mais favorável que os observados em outros episódios como os ocorridos em 1998, 1999 e 2002, a despeito da profundidade da atual crise financeira internacional.

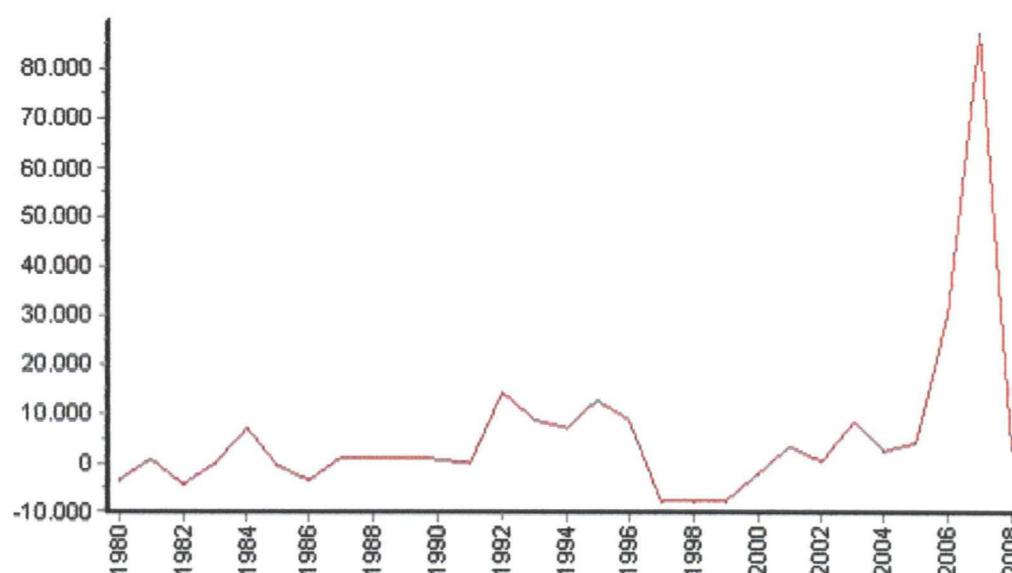


FIGURA 2 – RESULTADO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL – US\$ (milhões)  
 FONTE: IPEADATA (2009)

O saldo das transações correntes é parte integrante do balanço de pagamentos de um país e é o resultado das operações do Brasil com o exterior. Nele estão incluídos a balança comercial, que é a diferença entre importações e exportações de bens, bem como os serviços e rendas recebidas e enviadas ao exterior além das transferências unilaterais do governo. Um déficit em conta corrente quer dizer que mais dinheiro está saindo do país do que entrando, quando se trata de bens e serviços.

As transações correntes em 2008 apresentaram forte deterioração, registrando um déficit de US\$ 28,3 bilhões, sendo que contribuíram para tal, a redução do superávit comercial, que registrou queda de US\$ 40 bilhões para US\$ 24,7 bilhões, bem como o aumento das remessas de serviços e rendas que passou de US\$ 42,3 bilhões para US\$ 57,2 bilhões e as transferências unilaterais que registraram pequena variação fechando com US\$ 4,2 bilhões (BACEN, 2009). No comércio exterior de bens, a queda do saldo decorreu de dois principais fatores macroeconômicos: a forte e duradoura apreciação do real ocorrida entre 2004 e julho de 2008 e a aceleração do crescimento econômico a partir de 2007, fatores que desestimularam as vendas externas.



FIGURA 3 – SALDO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES DO BRASIL – US\$ (milhões)  
 FONTE: IPEADATA (2009)

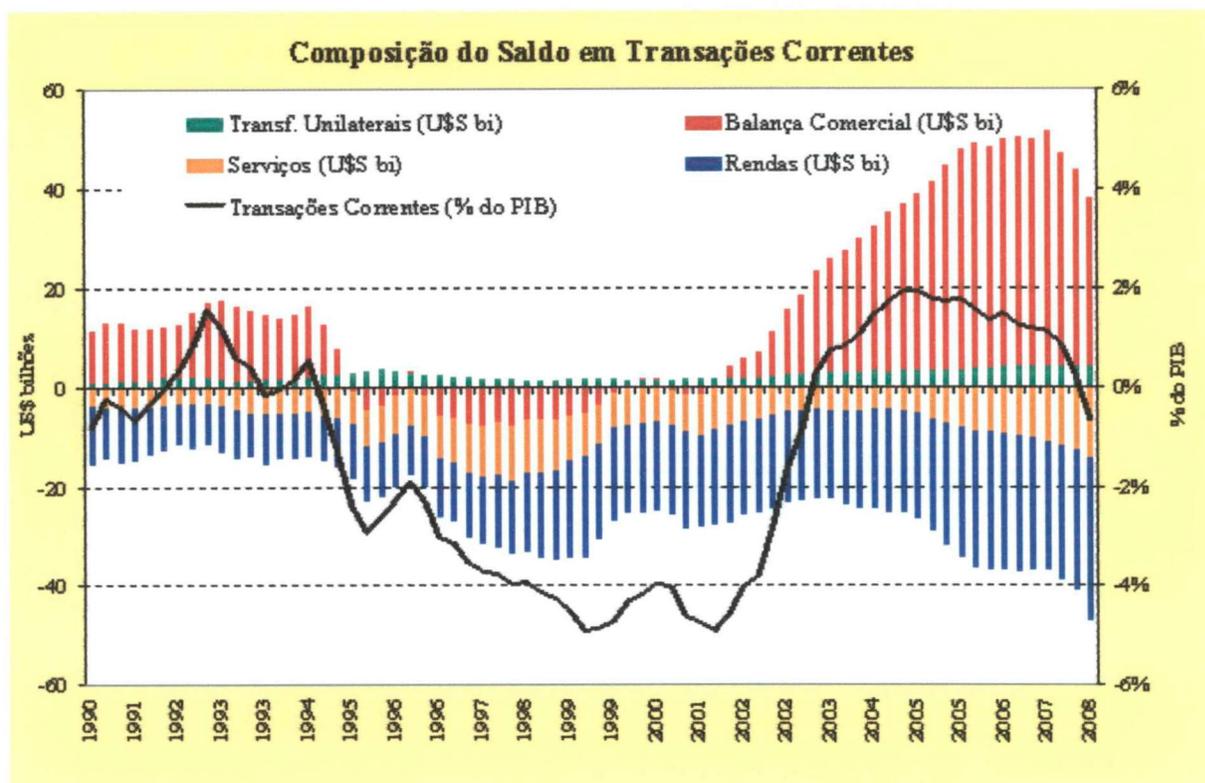


FIGURA 4 – COMPOSIÇÃO DO SALDO EM TC E PERCENTUAL DO PIB DO BRASIL.  
 FONTE: CYSNE (2009)

O resultado obtido pela balança comercial reflete o volume da pauta exportadora brasileira e também os mecanismos que transmitem os efeitos da crise sobre os fluxos comerciais. Países com uma elevada participação das commodities nesta pauta, como o Brasil, até meados de 2008 se beneficiavam dos aumentos dos preços internacionais. Contudo, a partir da metade de 2008, a retração da demanda mundial afetou negativamente esses preços, que iniciaram uma trajetória de deflação, anulando parcialmente os ganhos obtidos no primeiro semestre de 2008.

Sobre os resultados obtidos pela balança comercial brasileira, algumas considerações podem ser feitas. Em primeiro lugar, não restou dúvida de que a crise financeira internacional exerceu grande influência no resultado negativo obtido pelo comércio exterior brasileiro em 2008. A queda da demanda externa por bens internos foi bastante superior à queda da demanda interna por bens externos, o que levou a um descasamento entre a expansão das vendas e das compras externas, com a segunda crescendo muito mais que a primeira. Em segundo lugar, cabe ressaltar que o processo de redução do superávit comercial brasileiro iniciou-se em 2007, e foi decorrente de um crescimento muito mais intenso das importações do que das exportações causado, principalmente, pela valorização da moeda nacional.

E esse processo se manteve durante quase todo o ano de 2008. Cabe ressaltar também que as compras externas do país se elevaram bastante em 2008, mesmo com um quarto trimestre bastante negativo no que diz respeito ao crescimento da demanda interna. Além disso, a desvalorização da moeda nacional em função do agravamento da crise internacional, só realmente teve início em agosto, indicando que a valorização do Real, que ocorreu antes deste mês, contribuiu para o barateamento das compras externas e logo para sua manutenção em elevados patamares.

É importante lembrar que a crise financeira internacional parece ter intensificado a queda do saldo comercial brasileiro. Mas é preciso observar que o processo de redução do saldo teve início em fins de 2007 e que nos últimos vinte anos não houve uma política que fomentasse de fato a exportação de produtos industrializados. Dessa forma, a conjuntura atual de incertezas, perdas financeiras e reduções de demanda só tornam mais relevante a necessidade de uma política de comércio exterior que contemple, taxas de câmbio competitivas, a geração de condições que busquem igualdade de condições entre o setor interno e externo, bem como a promoção de políticas industriais e de incentivo à inovação.

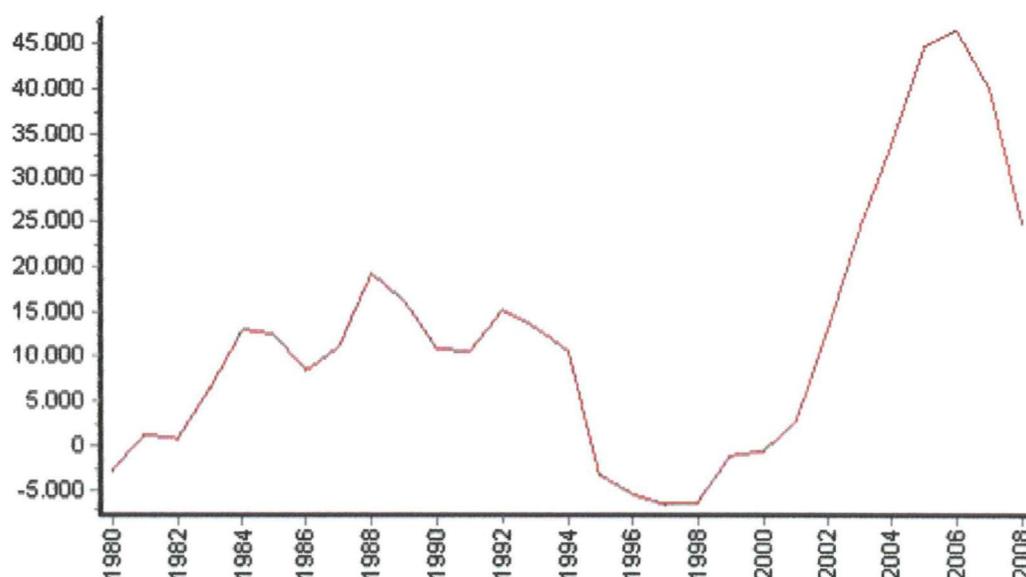


FIGURA 5 – SALDO DA BALANÇA COMERCIAL DO BRASIL (FOB) – US\$ (milhões)  
 FONTE: IPEADATA (2009)

No que se refere à geração de saldos comerciais, no ano de 2008, assim como em 2007, o maior gerador foi o segmento de cereais com US\$ 20,2 bilhões, o que é equivalente a 81,7% do saldo comercial total. Pelo lado dos setores deficitários encontra-se novamente em primeiro lugar o setor de química com um déficit que corresponde a 83,6% do saldo total. (Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), 2009).

Dois aspectos fundamentais devem ser mencionados. O primeiro é o de que existe um crescente antagonismo entre os diferentes segmentos do comércio exterior brasileiro. Por um lado, segmentos claramente superavitários como o de cereais e, por outro, aqueles com resultados extremamente negativos, como o de química. O segundo, que está relacionado ao primeiro, se refere ao fato de que o saldo comercial do país depende cada vez mais de bens com baixo valor agregado, pouco ou não industrializado, e cujos empregos gerados exigem baixa qualificação. Este aspecto pode não se configurar como um problema para os defensores da Teoria das Vantagens Comparativas ou correlatas, mas certamente é algo negativo para os que argumentam a favor de um projeto para o Brasil que passa pela industrialização. (IEDI, 2009).

A crise também influenciou o desempenho das transações correntes mediante seu impacto sobre as rendas de investimento, que registraram um déficit recorde em termos históricos em 2008 atingindo US\$ 41.107 milhões, 38,2% superior ao registrado em 2007 (BACEN, 2009). Este resultado está diretamente ligado a fatores conjunturais internos, como a maior lucratividade das empresas presentes no Brasil em 2007 e a valorização do real até julho, que impulsionaram o aumento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas e bancos internacionais para suas matrizes com o objetivo de compensar perdas em outros mercados, além da dificuldade de renovação das linhas de créditos no exterior.

O crescimento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas transnacionais e das remessas de dividendos pelos investidores do mercado de ações se revelou um importante mecanismo de transmissão da crise sobre as contas externas brasileiras devido ao elevado estoque de passivo externo do país, reflexo de características estruturais, tais como uma importante parcela de internacionalização da estrutura produtiva, da abertura financeira e da sua forte expansão nos últimos anos, associada ao aumento das aplicações de portfólio de não-residentes e, em menor medida, dos investimentos diretos estrangeiros.



FIGURA 6 – SALDO DA CONTA SERVIÇOS E RENDAS DO BRASIL – US\$ (milhões)  
 FONTE: IPEADATA (2009)

A dimensão e a composição do passivo externo brasileiro também condicionaram os efeitos da crise sobre o ingresso líquido de recursos externos e, assim, sobre a conta financeira do balanço de pagamentos. Esse ingresso tornou-se negativo após o agravamento da crise, atingindo o Brasil com mais intensidade no segundo semestre de 2008, resultando em déficits mensais nesse período.

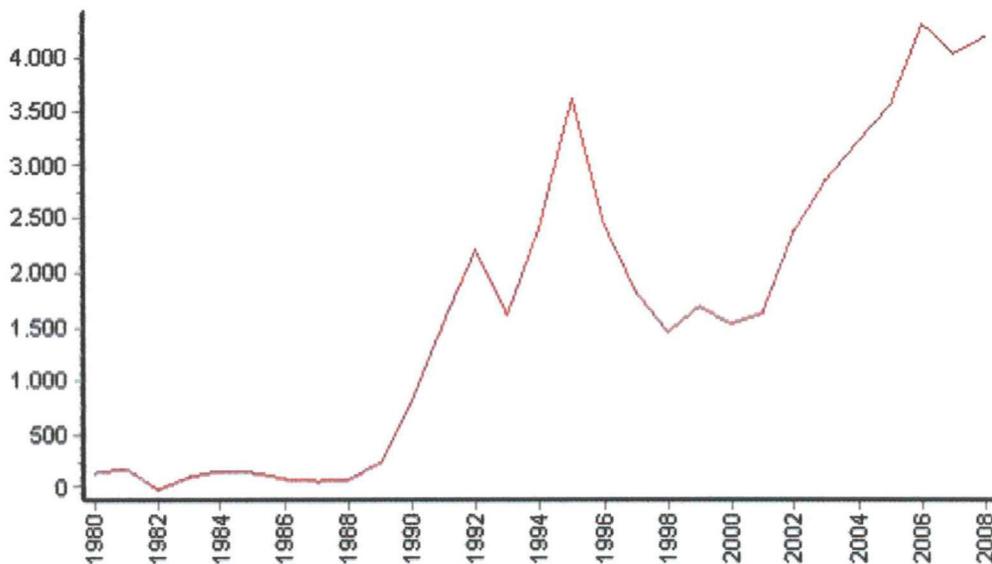


FIGURA 7 – SALDO DAS TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS DO BRASIL – US\$ (milhões)  
 FONTE: IPEADATA (2009)

A conta das transferências unilaterais registrou pequena variação, fechando 2008 com um resultado de US\$ 4,2 bilhões, contra US\$ 4,0 bilhões registrados em 2007. O saldo das transferências unilaterais do governo é parte integrante das transações correntes de um país, além da balança comercial e da conta serviços e rendas recebidas e enviadas ao exterior. (IEDI, 2009).

Apesar das turbulências, os investimentos diretos externos (IDE) continuaram positivos no período. No último trimestre de 2008 o IDE somou US\$ 14.205 milhões, praticamente igualando o trimestre anterior. Fechando o ano com US\$ 40.060 milhões, contra US\$ 34.585 milhões em 2007 (BACEN, 2009). Os fluxos favoráveis apesar da crise internacional podem ser explicados pelo perfil dessa modalidade de capital estrangeiro, que se baseia em decisões de produção e investimento, decisões que foram estimuladas pelo maior crescimento da economia brasileira em 2007/2008 e pelas expectativas de lucro nos setores produtores de commodities com alta cotação internacional, além das indústrias baseadas em recursos naturais, bem como pelo dinamismo do mercado interno.

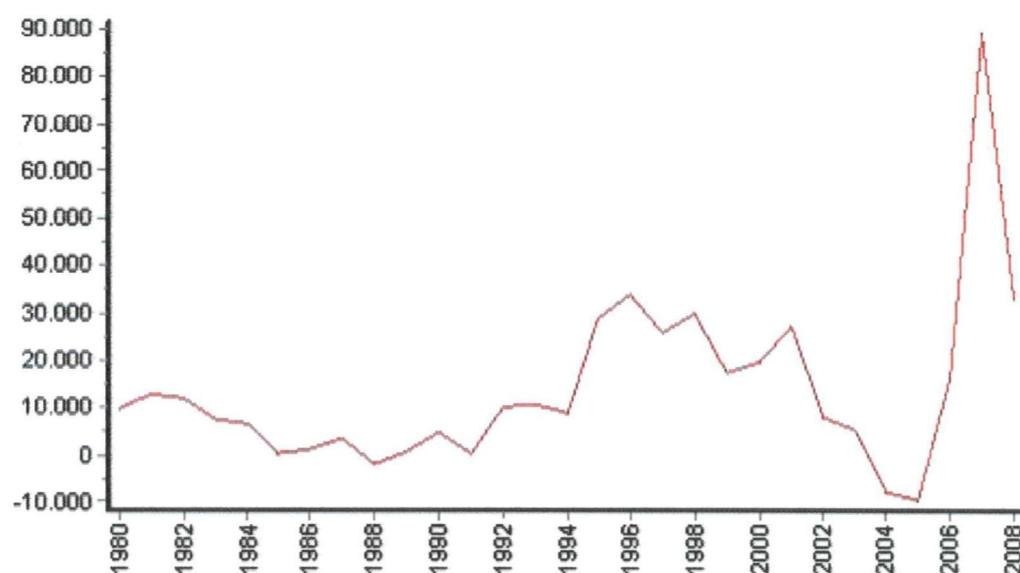


FIGURA 8 – SALDO DA CONTA CAPITAL E FINANCEIRA DO BRASIL – US\$ (milhões)  
 FONTE: IPEADATA (2009)

Também ocorreu uma forte retração dos fluxos de capitais, a qual exerceu pressões sobre a taxa de câmbio, resultando em depreciação do real em 27,25% entre 15 de setembro e 31 de dezembro de 2008. Considerando-se as médias mensais do dólar entre julho, que registrou a menor cotação no ano, com R\$ 1,57 e

dezembro com R\$ 2,34, a variação atingiu 49,2%. Contudo, em razão do estoque recorde de US\$ 206,8 bilhões de reservas internacionais que supera a dívida externa pública de US\$ 78,4 bilhões, e da posição ativa em dólares nas operações de swaps cambiais, que tornaram o governo credor líquido em moeda estrangeira, o resultado observado foi bem diferente dos obtidos nas crises cambiais anteriores (BACEN, 2009). Portanto, nos parece que a economia brasileira encontra-se numa posição menos vulnerável que a observada em outras situações.

O efeito-contágio da crise sobre o ingresso líquido de capitais externos nos três últimos meses de 2008, associado ao contexto de crescente aversão ao risco e preferência pela liquidez em âmbito global, se deu mediante dois principais mecanismos de transmissão, primeiro com a liquidação das aplicações de portfólio no mercado financeiro doméstico e segundo com a contração de créditos externos, inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior. (IEDI, 2009).

## 5.1 A POLÍTICA DE ACUMULAÇÃO DE RESERVAS

As reservas internacionais de um país representam o total de moeda estrangeira mantido pelo Banco Central. A maioria desses recursos fica aplicada em títulos da dívida de outros países. Estas reservas revelam-se muito importantes em momentos de crise, permitindo que o país forneça liquidez ao mercado, evitando assim uma disparada da taxa de câmbio.

Em um regime de câmbio fixo, as reservas são utilizadas pelo governo para manter a taxa de câmbio no nível determinado pela política econômica do país, ou seja, se o dólar começa a ultrapassar o limite estabelecido, o Banco Central vende moeda das reservas e reduz a pressão de alta. Em um cenário inverso, se as cotações caem abaixo do limite, o Banco Central compra dólares para puxar para cima as cotações.

Esse modelo foi utilizado no Brasil até janeiro de 1999. Naquela época, diante de uma crise internacional, os investidores estrangeiros começaram a retirar dólares do País, o que fez a cotação da moeda norte-americana subir muito. Na tentativa de conter a alta do dólar, o Banco Central derramou dólares no mercado, o que provocou uma forte queda do nível das reservas internacionais - de US\$ 74,6 milhões em abril de 1998 para US\$ 36,1 milhões em janeiro de 1999. (BACEN

2009). A partir daí, as autoridades econômicas decidiram, entre outras medidas, alterar a política cambial utilizada até então, passando a adotar um regime de câmbio flutuante. As oscilações podem ser observadas na figura 8.

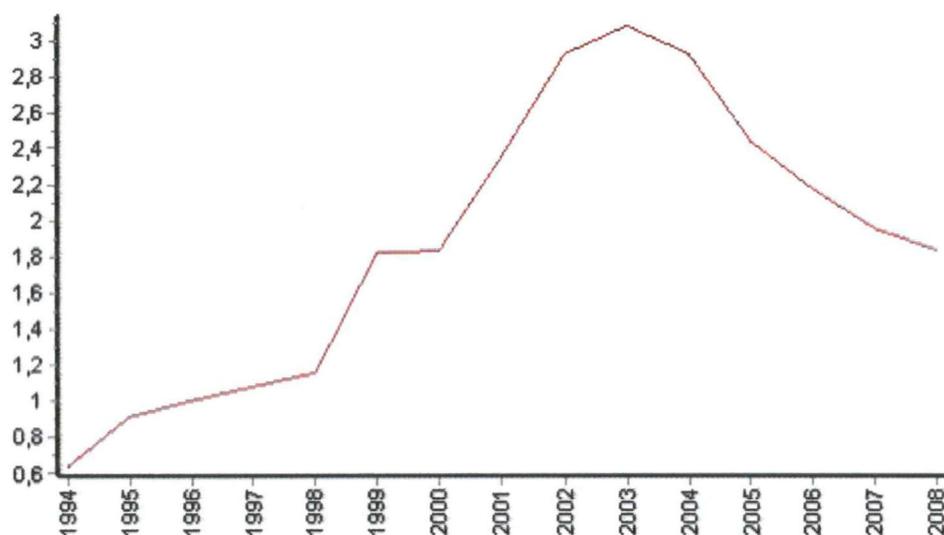


FIGURA 9 – TAXA DE CÂMBIO MÉDIA - COMERCIAL DE VENDA – R\$/ US\$  
 FONTE: IPEADATA (2009)

As reservas têm sua origem, principalmente, nos superávits do balanço de pagamentos - que registra todas as transações entre o país e o resto do mundo. Quando há uma entrada de moeda estrangeira, o Banco Central realiza o câmbio, acumulando os dólares e pagando os exportadores em reais. Quando há mais entradas de dólares que saídas, o Banco Central acumula reservas. Inversamente, quando o país é deficitário, há uma saída de divisas que o Banco Central cobre fazendo uso das reservas acumuladas.

O Brasil também acumula reservas quando entra no mercado de câmbio comprando dólares. No regime de câmbio flutuante, essas intervenções acontecem quando há um excesso de moeda norte-americana no mercado e a cotação começa a oscilar muito rapidamente. Para evitar, principalmente a volatilidade da taxa de câmbio, o Banco Central realiza operações de compra da moeda estrangeira. Com o mesmo objetivo, quando há falta de dólares no mercado, e o real começa a se desvalorizar rapidamente, o Banco Central realiza operações de venda de dólares, principalmente para amenizar a volatilidade da taxa de câmbio, como resultado

dessas operações o nível das reservas cai. O governo também pode acumular reservas emitindo títulos da dívida pública - que são comprados pelos investidores e cujo pagamento em moeda estrangeira é devidamente contabilizado no saldo das reservas internacionais.

A divulgação do montante das reservas pelo Banco Central contempla dois conceitos: Um deles é o conceito de caixa, que inclui os dólares prontamente disponíveis para intervir no câmbio. O outro conceito é o de liquidez internacional, que inclui aplicações que podem ser recuperadas em prazos diversos.

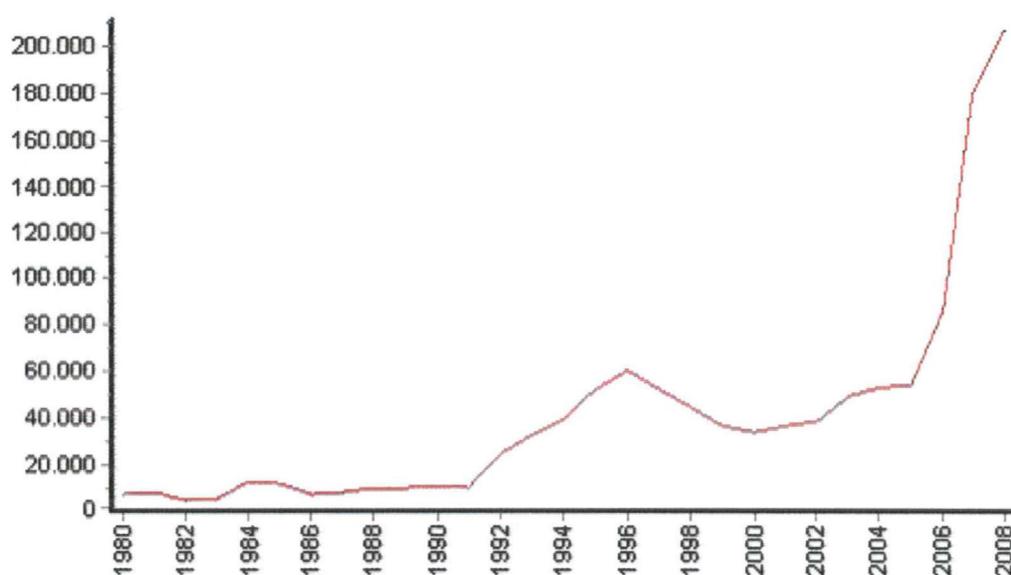


FIGURA 10 – RESERVAS INTERNACIONAIS DO BRASIL – US\$ (milhões)  
 FONTE: IPEADATA (2009)

No relatório de gestão das reservas internacionais elaborado pelo Banco Central, que analisa o período de 2002 a 2008, observa-se aumento significativo do montante de reservas internacionais. Esse aumento é resultado da política de acumulação de reservas iniciada em 2004. Em janeiro de 2002, o montante de reservas internacionais, no conceito liquidez, era de US\$ 36,2 bilhões. De dezembro de 2003 a dezembro de 2008, o total de reservas internacionais, no mesmo conceito, passou de US\$ 49,3 bilhões para US\$ 206,8 bilhões. De 2002 a 2008, o rendimento médio das reservas internacionais, em dólares norte-americanos, foi de aproximadamente 6,2% ao ano. Em 2008, o rendimento obtido foi de 9,3%, ante 9,4% em 2007. (BACEN 2009).

No início de 2004, com a melhora do cenário externo, foi instituído formalmente o processo de recomposição das reservas internacionais - por meio da compra de dólares no mercado à vista pelo Banco Central. Em 2004, o Banco Central comprou US\$ 5,2 bilhões e, em 2005, outros US\$ 21,5 bilhões. No ano de 2006, as compras somaram US\$ 37,2 bilhões e, em 2007, bateram recorde ao somar US\$ 78,5 bilhões. No ano de 2008, o BC adquiriu US\$ 7,5 bilhões. A aplicação das reservas em títulos públicos de outros governos, e a continuidade das captações externas, também permitiu o seu crescimento nos últimos anos. (BACEN 2009).



FIGURA 11 – RESERVAS INTERNACIONAIS X TRANSAÇÕES CORRENTES DO BRASIL – US\$ (milhões)

FONTE: IPEADATA (2009).

O processo de recomposição das reservas permitiu ao governo federal pagar antecipadamente, no final de 2005, o empréstimo ao Fundo Monetário Internacional e também outros compromissos da dívida externa como, por exemplo, a dívida com o Clube de Paris e promover o resgate antecipado das “bradies” – títulos da dívida externa oriundos da renegociação ocorrida em 1994. Estes papéis, apesar de muito negociados no passado pelo mercado financeiro internacional, ainda carregavam o estigma da moratória da dívida externa brasileira de 1987.

A recente turbulência no mercado financeiro internacional foi um teste à estratégia de governo de acúmulo de reservas internacionais iniciada em 2004. Com a crise no mercado hipotecário norte-americano, as economias de diversos países sofreram impactos em maior ou menor escala. No Brasil, as reservas internacionais funcionaram como um amortecedor contra os impactos causados pela crise e, além de permitir a adoção de diversas medidas para garantir linhas de crédito para o sistema financeiro do país, ajudaram a tranquilizar os mercados com relação à estabilidade e a condição de solvência da economia nacional.

No que diz respeito ao gerenciamento dos investimentos, a estrutura de governança das reservas está amparada em uma política de gestão de riscos integrada da área de política monetária do Banco Central do Brasil. Os investimentos são realizados de acordo com diretrizes estabelecidas pela Diretoria Colegiada da instituição, que definem o perfil de risco e retorno esperado por intermédio de uma carteira de referência apropriada, os limites operacionais para os desvios autorizados em relação a essa carteira de referência e os critérios de avaliação de resultados. A estrutura organizacional reforça os mecanismos de controle e de fluxo de informações, fazendo com que a instituição tenha um processo de investimento com foco na adequada gestão de riscos.

De acordo com a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, compete privativamente ao Banco Central ser depositário das reservas oficiais de ouro, de moeda estrangeira e de direitos especiais de saque (DES). No âmbito do Banco Central, compete à Diretoria Colegiada estabelecer os objetivos estratégicos e o perfil de risco e de retorno das reservas internacionais do país. A Diretoria Colegiada do Banco Central definiu, em junho de 2000, uma estrutura de gerenciamento de risco e de alocação estratégica de ativos com base nas práticas internacionais.

Em termos de estrutura de governança, a gestão das reservas está organizada da seguinte forma: No nível superior da estrutura, está a Diretoria Colegiada do Banco Central, que é responsável por definir as estratégias de longo prazo por meio de uma carteira de referência chamada de *benchmark*, avaliar os resultados obtidos no investimento das reservas e definir os limites operacionais a que estão sujeitos os executores da política de investimento.

A gerência efetiva dos recursos está dividida em dois níveis. O primeiro nível é a gerência de longo prazo, que em última instância é responsável por grande parte do retorno total das reservas. A Gerência Executiva de Risco Integrado da Área de

Política Monetária (Gepom) é responsável por desenvolver os modelos de alocação estratégica dos recursos, bem como propor ao Diretor de Política Monetária a carteira de referência (*benchmark*), os limites operacionais e os critérios de mensuração de resultados que são submetidos à apreciação da Diretoria Colegiada. O Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin) colabora no processo monitorando o mercado diariamente, podendo, a qualquer momento, propor alterações nas estratégias adotadas com base nas informações de mercado e operacionais, propondo estratégias de curto prazo que são analisadas pelo comitê.

No segundo nível, está a gerência de curto prazo. Um comitê de estratégias, presidido pelo Diretor de Política Monetária, reúne-se trimestralmente e estabelece as estratégias de desvios da referência, obedecendo aos limites estabelecidos. Essa forma de gerência é chamada de gerência ativa e tem como objetivo principal a melhoria do retorno total, aproveitando eventuais oportunidades de mercado.

O sistema gerencial foi desenvolvido internamente para monitorar os parâmetros e os critérios de investimento. Os controles são realizados diariamente e eventuais quebras dos limites estabelecidos são informadas automaticamente pelo sistema a todos os membros da diretoria. O processo de administração das reservas internacionais está sujeito a quatro diferentes tipos de controle, um interno da auditoria do Banco Central, e três externos, sendo: Controladoria-Geral da União (CGU), Tribunal de Contas da União (TCU), e finalmente por auditor independente.

Segundo o relatório de gestão das reservas internacionais do Banco Central, a política de investimento das reservas internacionais do Brasil sob gestão do Banco Central do Brasil é função dos objetivos estratégicos de longo prazo a serem alcançados com as reservas. Dessa forma, a preocupação em atender aos compromissos externos soberanos e em reduzir a exposição do país a oscilações cambiais conduziu o Banco Central, a partir de julho 2001, a uma filosofia de *hedge* cambial do passivo externo soberano. Naquela época, as reservas internacionais representavam aproximadamente 40% da dívida externa soberana e por isso o *hedge* cambial considerava apenas a dívida de curto prazo. A partir de 2004, observou-se um movimento de redução da dívida externa soberana e, paralelamente, um incremento no volume das reservas internacionais. Isso possibilitou a execução do *hedge* cambial do total da dívida externa soberana.

A partir do cenário verificado em setembro de 2008, com a significativa elevação do volume das reservas, foi possível estender o conceito de *hedge* cambial

para o passivo externo total registrado. Uma vez atendida a condição de *hedge*, procura-se, com o investimento das reservas internacionais, assegurar liquidez, segurança e rentabilidade, priorizando-se os dois primeiros fatores. A Diretoria Colegiada é responsável pela definição de uma carteira de investimentos como referência para as operações, com um perfil estratégico e horizonte de investimento de longo prazo. As flutuações de curto prazo nas variáveis que afetam os preços dos ativos, como, por exemplo, as cotações das moedas estrangeiras e taxas de juros, não afetam as decisões de longo prazo. Pequenas alterações intencionais da carteira de referência em função das oscilações das condições de mercado podem ser assumidas e são monitoradas diariamente por sistemas de controle interno. Ou seja, as reservas internacionais são gerenciadas de forma ativa, podendo desviar-se da carteira de referência, dentro dos limites previamente definidos pela Diretoria Colegiada.

De forma genérica, pode-se descrever essa política de investimento em termos de distribuição por moedas, por classes de ativos e pelo prazo médio de investimento. A distribuição de moedas reflete basicamente as principais moedas do passivo externo total registrado, considerando-se a preferência de risco do BC. Em dezembro de 2008, a alocação por moedas se dava da seguinte forma: 89,1% em US\$, 9,4% em EUR e 1,5% em outras moedas. Destaque para o dólar norte-americano. Quanto à classe dos ativos, os investimentos das reservas internacionais são realizados em instrumentos de renda fixa, notadamente em títulos do governo norte-americano, títulos governamentais da comunidade europeia, títulos de agências governamentais, títulos de organismos supranacionais e depósitos bancários a prazo fixo. No final de 2008, a alocação se dava da seguinte forma: 79,1% em títulos governamentais, 12,9% em títulos de organismos supranacionais, 7,0% em títulos de agências governamentais, 0,5% em depósitos bancários e 0,5% em outras classes de ativos como, por exemplo, ouro. E finalmente a escolha do prazo médio de investimento das reservas internacionais pelo Bacen, reflete uma preferência de risco por parte da Diretoria Colegiada, atendendo a critérios de diversificação e liquidez. Cabe ressaltar que até início de 2005, o prazo médio esteve oscilando em torno de um ano. Crescendo a partir de então de uma média de um a três anos, atingindo em 2008 uma média de um a sete anos, como consequência do acúmulo de reservas e de uma busca por maior retorno esperado sem comprometimento da liquidez e da segurança das aplicações.

A análise dos rendimentos obtidos com as aplicações das reservas internacionais deve ser feita considerando-se os diferentes mecanismos utilizados para os cálculos. O Banco Central do Brasil considera o resultado contábil para a elaboração do seu balanço e os dados oriundos do sistema gerencial desenvolvido internamente para auxílio às decisões de investimentos. Os dados contábeis apresentam a rentabilidade das operações em moedas estrangeiras em reais. Assim, os juros apropriados e a marcação a mercado dos diversos instrumentos financeiros são contabilizados e os resultados são apresentados tendo como referência a moeda nacional. A apuração em reais é necessária para a consolidação dos resultados do BC com o governo federal. O critério contábil, no entanto, não é o mais adequado do ponto de vista de tomada de decisões de investimentos, já que os retornos não são calculados em função do montante investido. Além disso, como as reservas cambiais são aplicadas no mercado internacional, a apuração em reais incorpora a flutuação da taxa de câmbio entre o real e as outras moedas. Para solucionar esses problemas, o BC também calcula a rentabilidade das reservas utilizando sistema gerencial desenvolvido internamente, que permite a avaliação das carteiras em base diária, seguindo padrão internacional, que possibilita o acompanhamento das estratégias de investimento em diferentes mercados. Os resultados gerenciais são avaliados utilizando-se como base a moeda dólar norte-americano. Evidentemente, a adoção desse critério implica apuração de resultados obtidos em função da variação das taxas de câmbio do dólar com as outras moedas que compõem as reservas internacionais. Vale destacar que ambos os critérios, gerencial e contábil, são complementares e não excludentes. Além disso, apesar de apresentarem números diferentes, os critérios devem conduzir a análises não discrepantes.

Interessante notar como o saldo das reservas, desde o início da crise se manteve praticamente inalterado. Apesar das operações de venda de dólar feitas pelo Banco Central no mercado à vista (conceito de caixa), as reservas (conceito de liquidez internacional) registraram ganhos expressivos com a valorização das aplicações em títulos do Tesouro americano. A queda dos juros significa, para a autoridade monetária, a alta dos preços dos papéis, com efeitos positivos sobre o volume de reservas.

O Banco Central pode realizar também outros dois tipos de intervenção que não representam a venda definitiva de reservas. Na primeira, vende dólares com o

compromisso de recompra. Na segunda, empresta dólares aos bancos, que usam os recursos para financiar exportações.

Resumindo, a monitoração das reservas internacionais do Brasil é muito importante. Até o momento a estratégia entre os dois conceitos vem sendo bem utilizada. Porém, caso o Banco Central aumente em muito os volumes de reservas dirigidos ao financiamento de exportadores e de empresas, os investidores estrangeiros poderão passar a questionar a solidez externa do país.

## 5.2 POLITICAS NA DIREÇÃO DO EQUILIBRIO

Resumidamente, ao contrário de outras oportunidades, o cenário macroeconômico observado no Brasil em 2008, permitiu que algumas condições especiais encontradas na época contribuíssem para a amenizar os impactos da crise internacional sobre suas contas externas. As principais variáveis que, em alguma medida, amortizaram os efeitos do contágio advindos da crise internacional são relatadas a seguir:

a) o saldo comercial em 2007, próximo aos US\$ 40 bilhões, justamente no ano que precedeu a crise internacional.

b) o maior crescimento econômico nos anos de 2007 e 2008 que resultou em atratividade ao IDE, que se revelou uma fonte de financiamento externo muito mais estável e que, sem dúvida, foi relevante como compensação da saída líquida de recursos que ocorreu no último trimestre de 2008;

c) as reservas cambiais superiores a US\$ 200 bilhões que, por si só, inibem “ataques especulativos” contra a moeda nacional.

d) a posição credora líquida em moeda estrangeira conquistada pelo setor público brasileiro, um fator de estabilidade fiscal e das expectativas na economia.

Segundo estudo do IEDI, esses condicionantes, aliados ao atraso relativo com que o Brasil se aproximou da farta liquidez internacional que precedeu a crise internacional, impediram que esta desencadeasse uma corrida contra o real e se traduzisse em uma crise de balanço de pagamentos.

Ainda segundo o IEDI, a atuação do Banco Central, nessa situação inédita, resultou em lucros para o setor público devido à desvalorização cambial. Fazendo com que a sua dívida líquida atingisse o menor patamar em termos históricos, com 36% do PIB em dezembro de 2008. (BACEN 2009). O Banco Central utilizou ainda

vários instrumentos para conter os efeitos da crise e por consequência na reversão das operações que anteriormente promoviam a valorização da moeda nacional. Cabe ressaltar que, devido a esses novos condicionantes econômicos do país (reservas avolumadas e posição credora do setor público em moeda estrangeira), o Brasil não sofreu nenhum ataque especulativo significativo contra o real, mesmo com o agravamento da crise financeira mundial.

A atuação do Banco Central nos mercados à vista e futuro de câmbio não foi suficiente para conter a depreciação do real devido, principalmente, a forçada desmontagem dos complexos contratos de derivativos cambiais realizados por várias empresas nos mercados de balcão doméstico e internacional baseados na forte apreciação que o real vinha sofrendo num passado recente. Essas empresas assumiram posições vendidas nesses contratos e conseqüentemente, prejuízos com a desvalorização do real.

### 5.3 MEDIDAS ADOTADAS PELO GOVERNO BRASILEIRO

Segundo levantamento feito pelo Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), as medidas adotadas em 2008 pelo Governo Brasileiro para atenuar o efeito do contágio da atual crise sobre as contas externas dividem-se em três principais linhas de atuação, como descrito a seguir:

#### 1 – Concessão de linhas de empréstimo em moeda estrangeira

– Medida Provisória 442 de 06/10/2008, que instituiu uma linha de empréstimo em moeda estrangeira a partir das reservas internacionais, regulamentada pela Resolução 3.622 do Conselho Monetário Nacional de 09/10/2008.

– Circular 3.415 do Banco Central do Brasil de 17/10/2008, que condicionou o acesso dos bancos a essas linhas de crédito à concessão de financiamentos ao comércio exterior e determinou que serão definidos a cada leilão o limite de recursos ofertados, o prazo da operação e as garantias elegíveis (títulos da dívida externa brasileira, títulos externos de outros países com grau A como *rating* mínimo e operações de crédito em moeda estrangeira, como ACCs).

- Circular 3.418 do Banco Central do Brasil, que regulamentou as operações de empréstimos em moeda estrangeira para financiamento ao comércio exterior com garantias constituídas por ACCs e ACEs.

- Resolução 3.672 do Conselho Monetário Nacional de 17/12/2008, que autorizou o Banco Central do Brasil a conceder empréstimos às empresas brasileiras a partir de recursos das reservas internacionais (por intermédio dos bancos) para o pagamento de divisas no exterior.

## 2 – Atração de recursos externos

- Decreto Presidencial de 23/10/2008, que reduziu a zero a alíquota de 1,5% do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), sobre os investimentos de portfólio estrangeiro em renda fixa (títulos públicos e privados de renda fixa e operações com derivativos que resultam em rendimento predeterminado), e também isentou de IOF as operações de liquidação de câmbio referentes ao ingresso e retorno de empréstimos externos (que eram sujeitos à alíquota de 0.38% desde janeiro de 2008).

## 3- Política cambial

- Em 19/09/2008 o Banco Central do Brasil promoveu o primeiro leilão de vendas de dólares das reservas internacionais com compromisso de recompra futura.

- Em 06/10/2008 o Banco Central do Brasil voltou a realizar leilões de contratos de swaps cambiais, nos quais assume uma posição ativa em taxa de juros em reais e passiva em dólares.

- Em 24/10/2008 o Banco Central do Brasil anunciou um programa de vendas de swaps cambiais no valor de até US\$ 50 bilhões.

- Em 29/10/2008 o Banco Central do Brasil estabeleceu com o Federal Reserve uma linha de swap (troca de dólares americanos por reais), no montante de US\$ 30 bilhões, com validade até 30 de abril de 2009. (prazo este, que seria estendido até 30/10/2009).

## 6 CONCLUSÃO

Este trabalho procurou mostrar os problemas que os países de economia aberta enfrentam quando sua política macroeconômica não é direcionada na busca dos equilíbrios interno e externo. Para tanto, partindo desta perspectiva, o trabalho analisou de forma sucinta, uma revisão da literatura acerca do conceito de equilíbrio interno versus equilíbrio externo enfatizando a relevância do balanço de pagamentos dentro de tal equilíbrio, procurou mostrar também um histórico das crises e sua dinâmica, em seguida foram apresentadas propostas para os ajustes e finalmente uma resumida análise do caso brasileiro.

A manutenção do equilíbrio interno depende, sobretudo da pressão que a demanda agregada exerce sobre a economia. Na busca do equilíbrio interno, em junho de 1999, o Brasil adotou uma política monetária baseada em metas para a inflação seis meses depois da adoção do sistema de câmbio flutuante.



FIGURA 12 – EQUILÍBRIO INTERNO X EQUILÍBRIO EXTERNO NO BRASIL  
FONTE: O AUTOR (2009)

As dificuldades fiscais brasileiras parecem estar relacionadas com a opção do governo em priorizar o equilíbrio interno, com estabelecimento de metas de inflação e valendo-se das taxas de juros para atingi-las, em detrimento do equilíbrio

externo, uma vez que, o câmbio acaba por apreciar-se. Uma alternativa proposta seria o corte dos gastos públicos como recomenda a teoria. Essa redução dos gastos possibilitaria uma trajetória de queda das taxas de juros, diminuindo assim os ganhos com arbitragem, depreciando a taxa de câmbio.

A atenção dos formuladores da política econômica deve estar voltada para a meta das transações correntes para que se mantenha (ou se alcance) o equilíbrio externo. Saldos em transações correntes muito distantes da meta podem se tornar um grave problema. A manutenção do equilíbrio externo exige que o governo administre a política fiscal e a taxa de câmbio de modo que o saldo em transações correntes permaneça na meta estipulada.

Sobre os resultados obtidos pela balança comercial brasileira, algumas considerações podem ser feitas. Em primeiro lugar, não restou dúvida de que a crise financeira internacional exerceu grande influência no resultado negativo obtido pelo comércio exterior brasileiro em 2008. Em segundo lugar, cabe ressaltar que o processo de redução do superávit comercial brasileiro iniciou-se em 2007, e foi decorrente de um crescimento muito mais intenso das importações do que das exportações causado, principalmente, pela valorização da moeda nacional.

A crise também influenciou o desempenho das transações correntes mediante seu impacto sobre as rendas de investimento em 2008, que registraram um déficit recorde 38,2% superior ao registrado em 2007. Estando este resultado diretamente ligado a fatores conjunturais internos, como a maior lucratividade das empresas presentes no Brasil em 2007 e a valorização do real até julho de 2008, que impulsionaram o aumento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas e bancos internacionais para suas matrizes com o objetivo de compensar perdas em outros mercados.

O crescimento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas transnacionais e das remessas de dividendos pelos investidores do mercado de ações se revelou um importante mecanismo de transmissão da crise sobre as contas externas brasileiras devido ao elevado estoque de passivo externo do país

A estabilidade da taxa de câmbio, quando se opera em um regime flutuante, é a outra parcela macroeconômica importante para atingir o equilíbrio externo. Neste sentido uma valorização da taxa de câmbio produzirá persistentes déficits, bem como uma desvalorização resultará em superávits, tanto na balança comercial

quanto na balança de serviços, pois estes resultados influenciam diretamente nas exportações e importações. Portanto, a taxa de câmbio é um mecanismo de regulação que interfere, até certo ponto, no desempenho das transações correntes.

Nas crises cambiais da segunda metade dos anos noventa, ficou claro que países com altas necessidades de recursos externos, por força de níveis elevados de endividamento externo, podem facilmente sofrer contágio financeiro, sempre que a oferta de recursos for afetada por eventos externos à sua economia. Quando essa oferta de recursos torna-se subitamente escassa, frequentemente por conta de choques negativos, tais como rupturas de regime cambial, inadimplência ou queda brusca de preços de ativos em outros países, torna-se necessário adequar o déficit em transações correntes aos volumes de recursos que podem ser disponibilizados. Essa preocupação ainda continua presente na economia brasileira, isso explica, em parte, a prática de juros em níveis tão elevados, para uma economia com taxa de inflação controlada.

A pressão pela qual passou o Real pode de fato ajudar a economia brasileira na preparação para uma fase de crescimento induzido pelas exportações, e não pelo gasto público, assim que a economia global retomar o caminho da recuperação. A depreciação da taxa de câmbio efetiva resulta num valor mais baixo para o Real, alterando assim a referência anterior, devido à redução dos preços de exportação em comparação aos de importação, sendo que as reservas devem ser usadas apenas para evitar grandes turbulências nas taxas de câmbio e não na tentativa de se evitar esse ajuste na taxa de câmbio.

Na atual crise, ao contrário de outras oportunidades, o Brasil se valeu de algumas condições especiais para se proteger dos impactos da crise internacional sobre suas contas externas, tais como o saldo comercial bastante favorável em 2007, próximo aos US\$ 40 bilhões; crescimento econômico nos anos de 2007 e 2008 que resultou em atratividade ao IDE, que se revelou uma fonte de financiamento externo muito mais estável; reservas cambiais superiores a US\$ 200 bilhões que, por si só, inibem “ataques especulativos” contra a moeda nacional; e a posição credora líquida em moeda estrangeira conquistada pelo setor público brasileiro, um fator de estabilidade fiscal e das expectativas na economia.

Por outro lado, a atuação do Banco Central em 2008 se evidenciou pela venda de US\$ 23,5 bilhões, entre setembro e dezembro no mercado de câmbio à vista mediante as intervenções tradicionais e duas novas modalidades, sendo estas

os leilões de dólares com compromisso de recompra e as linhas de empréstimos em moeda estrangeira destinada ao financiamento do comércio exterior. Em outra oportunidade, interrompeu a rolagem dos contratos de swaps reversos e voltou a realizar leilões de swaps cambiais, nos quais assume uma posição passiva em dólar.

Contudo, parece-nos que a autoridade monetária brasileira poderia ter sido um pouco mais ativa no sentido de conter a desvalorização cambial, pois ao que tudo indica possuía instrumentos para tal, ao contrário de episódios de crises anteriores, o que teria amenizado o problema que a impediu, segundo sua própria avaliação, de promover maiores reduções da taxa básica de juros nos meses de crise, qual seja, o impacto dessa desvalorização sobre a inflação. A desaceleração muito forte no crescimento da economia devido à crise internacional restringiu a gravidade desse problema no presente contexto, o que libera a política monetária dos juros extraordinariamente altos praticados no país.

A partir do exposto, parecem razoáveis as considerações de que as políticas macroeconômicas implementadas desde 1999, que envolvem as políticas fiscal, monetária e cambial, não devem ser conduzidas em separado das reformas microeconômicas, que envolvam, por exemplo, uma maior regulação do sistema financeiro local, e que em segundo lugar, um melhor equilíbrio do sistema global de fundos poderá ser alcançado com as economias de mercado emergentes aceitando entradas líquidas “seguras”, que ocorreriam a partir dos ajustes internos. Cabe ressaltar ainda que a acumulação de reservas internacionais por parte dessas economias foi um importante passo nesta direção.

Os países emergentes, como o Brasil devem fazer mais do que acumular reservas internacionais para garantir a estabilidade. Também precisam construir sistemas financeiros capazes de enfrentar as consequências da integração dos mercados financeiros globais. Os principais passos necessários são estimular ingressos de investimentos estrangeiros diretos ou em portfólios de ações; contrair a maioria dos empréstimos em moeda nacional e desenvolver um sistema financeiro sólido.

Partindo do pressuposto de que todo aprendizado deve ser contínuo, este trabalho pretendeu mostrar a importância, principalmente para as economias de mercado emergentes como o Brasil, da necessidade de se buscar políticas que permitam ao país a manutenção de superávits em conta corrente.

Os reflexos para o Brasil da atual crise mundial têm se mostrado diferentes dos resultados obtidos em outras situações passadas, nas quais o país encontrava-se em situação bastante frágil em relação às contas externas devido à dependência do mercado financeiro internacional para fechar suas contas, enfrentando assim grandes dificuldades nos períodos de crise.

Portanto, o fato de 2008 ter registrado uma piora em relação a 2007, como evidenciado anteriormente, deve servir de alerta para que as autoridades econômicas busquem mecanismos que permitam o país retomar a situação anterior de superávits em conta corrente, condição que amenizou bastante os reflexos da crise internacional para a economia brasileira.

Finalmente, parece bastante razoável concluir que uma situação confortável nas contas externas e as reservas acumuladas em consequência desses resultados positivos contribuíram de forma significativa no enfrentamento da atual crise mundial pelas economias de mercados emergentes.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim, seção Balanço de Pagamentos (BCB Boletim/BP)**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em 15/08/2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Gestão das Reservas Internacionais 2009. v. 1**. Brasília, 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em 03/11/2009.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 3. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2003.

BNDES. **Estudos e publicações, exportações**. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/consulta.asp>> Acesso em 17/08/2009.

CARVALHO, F. J. C. de. et al. **Economia Monetária e Financeira, Teoria e Política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

GILPIN, R. **O Desafio do Capitalismo Global**. Rio de Janeiro: Record, 2004.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (IEDI). **Carta IEDI n. 358 - A Crise Internacional e a Economia Brasileira**. Disponível em: <<http://www.iedi.org.br/>> Acesso em 20/08/2009.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). **Índices analíticos - Balanço de pagamentos**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>> Acesso em 20/08/2009.

KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER R. Z. **Manias, Panics e Crashes**. 5. ed. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2005.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. **Economia Internacional, Teoria e Política**. 6. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2003.

LAMUCCI, S. Piora cenário para contas externas. **Valor econômico**, 11 de março 2008. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/>> Acesso em 17/08/2009.

MARGARIDO, M. A.; TUROLLA, F. A. Análise da Balança Comercial Brasileira Pós Plano Real. **informações Econômicas**, São Paulo: v.32, n.12, dez. 2002.

PAULA, L. F. R. Desemprego Zero e a Agenda Brasil. **Jornal do Brasil**, Rio de Janeiro, 22 de novembro 2003.

ROSSETI, J. P. **Contabilidade Social**. São Paulo: Atlas, 1998.

SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: Ao Livro Técnico, 1989.

WOLF, M. **A reconstrução do sistema financeiro global**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

## LISTA DE ANEXOS

ANEXO 1 - TABELA - RESULTADO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS .....	65
ANEXO 2 - TABELA - TRANSAÇÕES CORRENTES – SALDO .....	66
ANEXO 3 - TABELA - BALANÇA COMERCIAL (FOB) - SALDO.....	67
ANEXO 4 - TABELA - SERVIÇOS E RENDAS – SALDO.....	68
ANEXO 5 - TABELA - TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS – SALDO .....	69
ANEXO 6 - TABELA - CONTA CAPITAL E FINANCEIRA – SALDO .....	70
ANEXO 7 - TABELA - TAXA DE CÂMBIO MÉDIA - COMERCIAL DE VENDA .....	71
ANEXO 8 - TABELA - RESERVAS INTERNACIONAIS.....	72
ANEXO 9 - TABELA - TRANSAÇÕES CORRENTES / PERCENTUAL DO PIB .....	73

## ANEXO 1 – TABELA - RESULTADO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS – 1980-2008 (US\$ milhões)

PERÍODO	SALDO
1980	-3.471,6000
1981	624,7000
1982	-4.541,6000
1983	-24,2000
1984	7.026,7000
1985	-456,6000
1986	-3.835,7000
1987	1.014,6000
1988	1.248,9000
1989	886,1000
1990	480,7000
1991	-369,0000
1992	14.670,2000
1993	8.708,8000
1994	7.215,2000
1995	12.918,9000
1996	8.666,1000
1997	-7.907,1591
1998	-7.970,2074
1999	-7.822,0400
2000	-2.261,6544
2001	3.306,6005
2002	302,0872
2003	8.495,6505
2004	2.244,0298
2005	4.319,4639
2006	30.569,1174
2007	87.484,2457
2008	2.969,0721

FONTE: IPEADATA (2009)

ANEXO 2 - TABELA – TRANSAÇÕES CORRENTES – SALDO - 1980-2008 (US\$ milhões)

PERÍODO	SALDO
1980	-12.739,1940
1981	-11.705,8650
1982	-16.273,2010
1983	-6.773,0270
1984	94,9120
1985	-248,3430
1986	-5.323,2590
1987	-1.437,9230
1988	4.179,7693
1989	1.031,8944
1990	-3.783,7201
1991	-1.407,4578
1992	6.108,8339
1993	-675,8839
1994	-1.811,2269
1995	-18.383,7140
1996	-23.502,0830
1997	-30.452,2556
1998	-33.415,8989
1999	-25.334,7789
2000	-24.224,5297
2001	-23.214,5290
2002	-7.636,6294
2003	4.177,2855
2004	11.679,2380
2005	13.984,6565
2006	13.642,6025
2007	1.550,7251
2008	-28.299,5246

FONTE: IPEADATA (2009)

## ANEXO 3 – TABELA - BALANÇA COMERCIAL (FOB) - SALDO – 1980-2008 - US\$ (milhões)

PERÍODO	SALDO
1980	-2.822,7680
1981	1.202,4550
1982	780,0730
1983	6.470,3890
1984	13.089,5150
1985	12.485,5200
1986	8.304,2990
1987	11.173,0980
1988	19.184,1113
1989	16.119,1870
1990	10.752,3940
1991	10.579,9687
1992	15.238,8948
1993	13.298,7681
1994	10.466,4721
1995	-3.465,6150
1996	-5.599,0410
1997	-6.752,8870
1998	-6.574,5020
1999	-1.198,8680
2000	-697,7475
2001	2.650,4670
2002	13.121,2970
2003	24.793,9241
2004	33.640,5407
2005	44.702,8783
2006	46.456,6287
2007	40.031,6266
2008	24.745,8092

FONTE: IPEADATA (2009)

ANEXO 4 - TABELA – SERVIÇOS E RENDAS – SALDO - 1980-2008 (US\$ milhões)

PERÍODO	SALDO
1980	-10.058,9850
1981	-13.093,8540
1982	-17.039,0480
1983	-13.354,0530
1984	-13.155,9100
1985	-12.877,3010
1986	-13.707,2720
1987	-12.676,1580
1988	-15.095,8700
1989	-15.333,6176
1990	-15.369,1271
1991	-13.542,8485
1992	-11.336,1809
1993	-15.577,0540
1994	-14.691,7670
1995	-18.540,5110
1996	-20.349,5190
1997	-25.522,2792
1998	-28.299,3906
1999	-25.825,3079
2000	-25.047,8472
2001	-27.502,5200
2002	-23.147,7414
2003	-23.483,2276
2004	-25.197,6514
2005	-34.275,9902
2006	-37.120,3595
2007	-42.509,8911
2008	-57.233,5002

FONTE: IPEADATA (2009)

ANEXO 5 - TABELA – TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS – SALDO - 1980-2008 (US\$ milhões)

PERÍODO	SALDO
1980	142,559
1981	185,534
1982	-14,226
1983	110,637
1984	161,307
1985	143,438
1986	79,714
1987	65,137
1988	91,528
1989	246,325
1990	833,013
1991	1.555,422
1992	2.206,120
1993	1.602,402
1994	2.414,068
1995	3.622,412
1996	2.446,477
1997	1.822,911
1998	1.457,994
1999	1.689,397
2000	1.521,065
2001	1.637,524
2002	2.389,815
2003	2.866,589
2004	3.236,349
2005	3.557,768
2006	4.306,333
2007	4.028,990
2008	4.188,166

FONTE: IPEADATA (2009)

ANEXO 6 - TABELA – CONTA CAPITAL E FINANCEIRA – SALDO - 1980-2008 (US\$ milhões)

PERÍODO	SALDO
1980	9.610,1410
1981	12.745,7380
1982	12.100,7260
1983	7.418,7630
1984	6.529,1930
1985	196,5620
1986	1.431,5370
1987	3.258,6210
1988	-2.098,3280
1989	629,0750
1990	4.592,4940
1991	163,0060
1992	9.947,3200
1993	10.495,2430
1994	8.692,2080
1995	29.095,4540
1996	33.968,0693
1997	25.800,3397
1998	29.701,6523
1999	17.319,1390
2000	19.325,8013
2001	27.052,2603
2002	8.004,4261
2003	5.110,9416
2004	-7.522,8693
2005	-9.464,0476
2006	16.298,8247
2007	89.085,5988
2008	32.986,2049

FONTE: IPEADATA (2009)

## ANEXO 7 - TABELA – TAXA DE CÂMBIO MÉDIA - COMERCIAL DE VENDA – R\$ / US\$

PERÍODO	TAXA DE CÂMBIO
1994	0,6393
1995	0,9176
1996	1,0051
1997	1,0780
1998	1,1605
1999	1,8147
2000	1,8302
2001	2,3504
2002	2,9212
2003	3,0783
2004	2,9259
2005	2,4352
2006	2,1761
2007	1,9479
2008	1,8337

FONTE: IPEADATA (2009)

ANEXO 8 - TABELA – RESERVAS INTERNACIONAIS – 1980-2008 (US\$ milhões)

PERÍODO	RESERVAS
1980	6.913,0000
1981	7.507,0000
1982	3.994,0000
1983	4.563,0000
1984	11.995,0000
1985	11.608,0000
1986	6.760,0000
1987	7.458,0000
1988	9.140,0000
1989	9.679,0000
1990	9.973,0000
1991	9.406,0000
1992	23.754,0000
1993	32.211,0000
1994	38.806,0000
1995	51.840,0000
1996	60.110,0000
1997	52.173,0000
1998	44.556,4437
1999	36.342,2753
2000	33.011,0000
2001	35.866,4150
2002	37.823,4564
2003	49.296,2022
2004	52.934,8431
2005	53.799,2851
2006	85.838,8644
2007	180.333,6087
2008	206.805,8225

FONTE: IPEADATA (2009)

ANEXO 9 - TABELA – TRANSAÇÕES CORRENTES / PERCENTUAL DO PIB – 1980-2008  
(US\$ milhões)

PERÍODO	RESERVAS
1980	-5,3600
1981	-4,5300
1982	-6,0000
1983	-3,5700
1984	0,0500
1985	-0,1200
1986	-2,0700
1987	-0,5100
1988	1,3700
1989	0,2500
1990	-0,8100
1991	-0,3500
1992	1,5800
1993	-0,1600
1994	-0,3300
1995	-2,3900
1996	-2,8000
1997	-3,5000
1998	-3,9600
1999	-4,3200
2000	-3,7600
2001	-4,1900
2002	-1,5100
2003	0,7500
2004	1,7600
2005	1,5800
2006	1,2727
2007	0,1163
2008	-1,7842

FONTE: IPEADATA (2009)