

XXIII Encontro Nacional de Economia Política
Sessão Ordinária: Área temática 3. Economia brasileira

**Vulnerabilidade externa brasileira nos anos 1990: uma análise a partir da
posição internacional de investimentos e do fluxo de rendas**

Paulo Van Noije¹
Miguel Henriques Carvalho²

Resumo

O objetivo do trabalho é apresentar a vulnerabilidade externa brasileira na década 1990, em sua esfera financeira, decorrente dos estoques externos. Defende-se a hipótese de que, historicamente, um dos elos mais importantes da interação entre os fluxos e os estoques externos brasileiros está na sua circularidade. Para as análises em tela, realiza-se uma estimativa da Posição Internacional de Investimentos para os anos 1990 que é inédita – já que esses dados não são disponibilizados por nenhuma fonte oficial –, constituindo-se como uma das contribuições do artigo. Ademais, apresenta-se uma estimativa – também inédita – da rentabilidade desses estoques externos, além de alguns indicadores de endividamento externo. A partir desses dados, o artigo analisa o período marcado pelo aprofundamento do neoliberalismo via Consenso de Washington, em que o aprofundamento da globalização financeira foi acompanhado do aumento do fluxo de capitais para os países periféricos. No âmbito doméstico, observou-se a ampliação da abertura financeira e comercial. Diante de tal cenário, implementa-se o Plano Real, que foi seguido pela estabilização da inflação, contudo, os saldos negativos nas importações de bens e serviços redundaram na ampliação da circularidade entre a Posição Internacional de Investimentos e as rendas enviadas, acelerando o processo de aumento do passivo externo líquido e tendo como resultado um baixo dinamismo econômico e o aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Palavras-chave: vulnerabilidade externa; Posição Internacional de Investimentos; fluxo de rendas; Plano Real; economia brasileira.

¹ Prof. Dr. de Economia da Unicamp/FCA e pesquisador do CECON (IE/Unicamp) e do LESP (FCA/Unicamp).

² Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da UFRJ e pesquisador do Grupo de Economia Política da mesma instituição.

Introdução

O presente trabalho tem como objetivo avaliar a relação entre os fluxos e estoques externos da economia brasileira na década de 1990, e como essa interação afetou a vulnerabilidade externa do país durante esses anos.

Vale ressaltar que os dados dos estoques externos não estão disponibilizados para a economia brasileira na década em questão, portanto, a estimativa realizada é uma das principais contribuições dessa pesquisa. Adicionalmente, apresenta-se uma estimativa – também inédita – da rentabilidade desses estoques externos. Além disso, uma das grandes vantagens de estudar o passado é tentar entender o presente. Nesse sentido, o referencial teórico utilizado pode ser útil para analisar outras economias e períodos.

No caso brasileiro, pode-se considerar que as rendas líquidas enviadas ao exterior exercem uma pressão por geração de divisas desde longa data. Desta maneira, o Brasil tem uma permanente necessidade de geração de divisas para poder honrar o pagamento dessas rendas, tendo que aumentar seu passivo externo, já que depende da obtenção de novos empréstimos estrangeiros.

Dessa forma, um dos elos mais importantes dessa interação entre fluxos e estoques externos brasileiros está na sua circularidade: a Posição Internacional de Investimentos (PII) negativa causa uma saída de rendas e este fluxo, não tendo uma contrapartida equivalente nos saldos positivos da balança comercial e de serviços, torna o país dependente do financiamento externo, caracterizando, em última instância, uma vulnerabilidade externa. Um dos objetivos desse trabalho é demonstrar como essa circularidade evoluiu na década de 1990, um período marcado pela abertura comercial e financeira e pelos Planos Collor e Real.

A próxima seção aborda a conceituação da PII e dos determinantes de sua evolução; a segunda explica a vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas; a terceira trata do contexto internacional e das políticas econômicas internas dos anos 1990; a quarta apresenta uma estimativa da PII para a década em questão; a quinta examina as rendas líquidas enviadas no período; na sexta, realiza-se uma estimativa de rentabilidade dos estoques externos; na sétima, apresenta-se como a circularidade entre a PII e as rendas líquidas enviadas evoluiu na década de 1990. Algumas considerações finais encerram o artigo.

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

A Posição Internacional de Investimentos (PII) é a diferença entre os ativos e os passivos externos brutos de um país. O cálculo e a apresentação abaixo realizada (Quadro 1) da PII seguem a

metodologia da quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (SIMONSEN & CYSNE, 2007). A categorização dos estoques de ativos e passivos na PII corresponde aos componentes da conta financeira do Balanço de Pagamentos (BP): investimento direto, investimento em portfólio, derivativos e outros investimentos.

Quadro 1: Estrutura da Posição Internacional de Investimento (PII)

Ativo Externo Bruto (A) – Passivo Externo Bruto (B)

Ativo Externo Bruto	Passivo Externo Bruto
Investimento direto no exterior	Investimento direto estrangeiro
Investimento em carteira	Investimento em carteira
Derivativos	Derivativos
Outros Investimentos	Outros Investimentos
Ativos de Reservas	

Fonte: Bacen (Elaboração própria)

Tradicionalmente, não se utiliza o termo PII nas discussões sobre os estoques externos, sendo primordialmente empregado o termo Passivo Externo Líquido (PEL). Existem duas maneiras de se calcular o PEL (CYSNE, 2008):

a) PEL1: O Passivo Externo Líquido 1 é igual ao *déficit* acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos; no caso brasileiro, esse valor é calculado pelos dados acumulados a partir de 1947³;

b) PEL2: O Passivo Externo Líquido 2 é calculado como o estoque do passivo externo menos o estoque do ativo externo, ou seja, o oposto da PII, de forma que o $PEL2 = - PII$.

Para a explicação dos conceitos de passivos externos líquidos (PEL1 e PEL2) e da PII, utilizam-se as seguintes igualdades:

$$\Delta PEL1_t = - STC_t \quad (1)$$

$$-\sum_{i=1} STC_i = PEL1 = DCCA \quad (2)$$

$$PEL2 = PEL1 + V = A_{ext} - P_{ext} = PII \quad (3)$$

em que STC é o saldo em transações correntes, $PEL1$ é o passivo externo líquido1, $PEL2$ é o passivo externo líquido2, $DCCA$ é o *déficit* acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos, A_{ext} é o estoque de ativos externos, P_{ext} é o estoque de passivos externos, PII é a Posição Internacional de Investimento e V são as valorizações ou desvalorizações de ativos e passivos externos, monetizações ou desmonetizações de ouro e alocações ou cancelamentos de DES (Direito Especial de Saque).

³ Ano a partir do qual o Banco Central (BCB) disponibiliza os dados do BP brasileiro. Supõe-se, por simplificação, um passivo externo líquido igual a zero no início de 1947 (SIMONSEN & CYSNE, 2007)

Identifica-se por (1) que um *déficit* em transações correntes no ano t é financiado pela entrada de capitais estrangeiros no ano t e/ou pela queda das reservas internacionais, gerando um aumento do passivo externo líquido 1 (PEL1) no ano t.

Já por (2), o PEL1 pode ser entendido como o *déficit* acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos, ou seja, o somatório (do oposto) dos saldos em conta corrente gera o Passivo Externo Líquido 1, retratando a parcela do PEL de uma economia que se explica unicamente em função do histórico de transações entre residentes e não residentes (CYSNE, 2008).

Entretanto, conforme (3), o PEL1 e o PEL2 só serão iguais caso não ocorram as variações “V”: valorizações ou desvalorizações de ativos e passivos; monetizações ou desmonetizações de ouro; e alocações ou cancelamentos de DES. Dessa maneira, pode-se dizer que a variável PEL1 é mais fácil de ser calculada do que PEL2, mas a segunda retrata o PEL de forma mais fidedigna. Assim, sempre que possível, será utilizado o método PEL2 na estimativa da PII; contudo, no cálculo de alguns estoques externos, será utilizado o método PEL1.

Para analisar como ocorrem as variações dos saldos das posições patrimoniais, será utilizada a seguinte identidade, que relaciona as diferentes contas da PII em dois pontos distintos no tempo (ARAUJO, 2008):

$$A_N - A_0 = VAA + OMV + GDN \quad (4)$$

Onde: A_0 e A_N são os valores do ativo ou passivo na estatística de PII em um momento inicial ($i=0$) e em outro final ($i=N$), VAA é o valor associado às quantidades de ativo adquirido ou cedido nas transações registrado no BP, OMV é o valor associado a outras mudanças do volume do ativo, GDN é o valor do ganho associado à detenção nominal do ativo.

Assim, pode-se considerar (cf. ARAUJO, 2008) a variação de uma conta da PII num intervalo “n” como sendo igual a (4), ou seja, por “ $A_N - A_0$ ”, decorrente da possibilidade de alterações em três variáveis, que são:

a) VAA: “[...] representam fluxos financeiros explicitados nas transações da conta financeira do BP [...]”;

b) OMV: são decorrentes de variações no volume de ativos e não são captados pelo BP, dentre as quais pode-se citar: alocação e cancelamento dos direitos especiais de saque do FMI; cancelamento de débitos; monetização e desmonetização de ouro; lançamentos de contrapartida; reclassificações; e medidas de erro;

c) GDN: são os ganhos com a detenção de ativos financeiros e não financeiros decorrentes de variações nos preços, dentre eles, a variação da taxa de câmbio.

Cysne (2008) argumenta que o GDN é a variação (“V”) mais relevante. Considerando que as OMV apresentam variação pouco expressiva (ARAUJO, 2006, p. 7), atribui-se valor zero para essa variável no restante da pesquisa, e se concentrará na discussão do GDN e das VAA.

2. A Vulnerabilidade Externa decorrente da circularidade entre a Posição Internacional de Investimentos e o fluxo de Rendas

A vulnerabilidade externa de um determinado país se manifesta em distintas dimensões, devendo ser destacadas as esferas comercial, produtivo-tecnológica e monetário-financeira. No entanto, a despeito do amplo tratamento dado ao tema da vulnerabilidade, as análises usualmente restringem-se a apenas uma daquelas esferas, qual seja, a do comércio exterior. Conforme aponta Gonçalves (1998), esse enfoque restritivo resulta em um conjunto de modelos de crise do balanço de pagamentos que considera as rendas líquidas enviadas ao exterior como nulas, uma simplificação que pode comprometer bastante as análises. Esse artigo pretende, portanto, colaborar com o preenchimento dessa lacuna por meio da atenta observação da esfera financeira da vulnerabilidade e, notadamente, da interação entre os estoques externos e as rendas enviadas/recebidas do exterior.

A economia brasileira, em termos históricos, é estruturalmente *deficitária* em rendas. Esses recursos que devem ser enviados ao exterior determinam uma permanente necessidade de geração de divisas, geralmente não satisfeita pelos *superávits* da balança comercial e de serviços. Com isso, o país fica dependente do financiamento estrangeiro para fechar suas contas externas, configurando uma das principais causas da vulnerabilidade externa do país.

A interação entre fluxos e estoques determina, portanto, uma “circularidade” – ou uma dinâmica de retroalimentação – cuja compreensão é essencial para o tema em tela, já que uma Posição Internacional de Investimentos negativa causa uma saída de rendas e este fluxo contribui com o aumento do passivo externo.

Destarte, fica nítido que um importante determinante da vulnerabilidade externa são os desequilíbrios entre os estoques de passivo e de ativo externo, que geram fluxos de rendas que muitas vezes condicionam os resultados das outras contas do Balanço de Pagamentos, especialmente no caso dos países *deficitários* em rendas, geralmente impelidos a atrelar suas estratégias de inserção externa à necessidade de geração de divisas para fazer frente aos desequilíbrios entre seus passivos e ativos externos.

Assim, para analisar de que forma a PII e as rendas líquidas enviadas afetam a vulnerabilidade externa, deve-se levar em conta três aspectos referentes aos estoques externos: *i*) suas magnitudes; *ii*) suas rentabilidades; *iii*) suas tendências a valorização/desvalorização.

De tal modo, em primeiro lugar (*i*), pode-se observar que

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

Por conseguinte, pode-se considerar que a acumulação de um passivo externo líquido elevado significa por si só o aumento da vulnerabilidade externa, já que implica diminuição do poder efetivo e, geralmente, perda de autonomia na política econômica.

Dessa maneira, é importante analisar o que leva à formação de uma PII desfavorável. Alguns autores atribuem o aumento do passivo externo líquido (PEL1) a um excesso de gasto doméstico sobre a renda doméstica:

Em particular, o PEL1 se eleva se, e somente se, a absorção líquida de bens e serviços de certa economia se mostra, durante o período contábil em questão, superior ao Produto Nacional Bruto (PNB) medido a preços de mercado. Ou, equivalentemente, se o país absorve poupança externa, investindo mais do que poupa internamente (CYSNE, 2008: 4).

Há mesmo autores que associam os déficits em transações correntes de um país a um excesso de gastos públicos, configurando a tese dos “déficits gêmeos” (FMI, 2005).

Entretanto, nem todos os economistas enfatizam que um *déficit* em transações correntes significa um excesso de investimento sobre a poupança, tampouco destacam o excesso de demanda interna sobre a oferta doméstica. Em determinados contextos, um país pode inclusive ter superávits comerciais, mas, em função do pagamento de juros – ou demais pagamentos de rendas – incorrer em déficits em transações correntes (Carneiro, 2002). Ademais, como indica Davidoff (1995), o recurso ao capital estrangeiro não deve ser visto como uma resposta automática com relação a um hiato de recursos; o acesso a esses recursos guarda estreita relação com as políticas nacionais regulatórias ou incentivadoras dessa prática e, claro, com o contexto internacional (Miranda, 2002) – notadamente o estágio dos ciclos de liquidez internacional (Biancareli, 2007).

As visões supracitadas destacam aspectos diferentes, atribuindo ao *déficit* das transações correntes sentidos muito distintos: Cysne (2008) e os teóricos dos “déficits gêmeos” enfatizam um excesso de gastos sobre a renda, enquanto Carneiro (2002) e Cruz (1995) percebem que as rendas líquidas enviadas ao exterior podem ser muito importantes na análise desse *déficit*.

Desta maneira, parece fundamental analisar a identidade obtida em Araújo (2008):

$$RD = Y - RL = PNB \quad (5)$$

na qual RD é a renda doméstica, Y é o produto, RL é a renda líquida enviada ao exterior, e PNB é o produto nacional bruto.

Como fica evidente em Cysne (2008), o *déficit* nas transações correntes só ocorrerá se a absorção de bens e serviços for superior ao Produto Nacional Bruto (PNB). Contudo, o ponto que se tenta destacar, por meio da identidade (5), é que o PNB é afetado pela renda líquida enviada ao exterior (RL). Ou seja, nas diversas análises – e.g. Garcia (2001) – que se referem a uma “insuficiência de poupança doméstica” como a causa do desequilíbrio das transações externas, não se encontra a devida ênfase na “despoupança” causada pela RL. Essa discussão não é um mero manuseio de identidades, já que suas implicações são muito importantes: quando se tratam os *déficits* nas transações correntes unicamente como um excesso de investimento sobre poupança, gera-se a impressão de que a economia em questão é “perdulária” – vide o receituário de melhoria das contas externas preconizado pelo FMI, que passa pela moderação dos gastos.

Entretanto, a PII negativa (passivo externo líquido desfavorável) tende por si só a gerar uma “fuga/transferência de excedente” da economia doméstica para a estrangeira, por meio dos pagamentos dos fluxos de rendas gerados por esses estoques externos, autorizando a hipótese de que a PII desfavorável esteja, em algum grau, na causa da mencionada “insuficiência de poupança doméstica”, não sendo apenas sua consequência.

Portanto, atentando-se para esse impacto que a interação entre a PII e as rendas líquidas enviadas ao exterior exerce sobre a vulnerabilidade externa, o enfoque da discussão passa a ser outro, já que esses rendimentos decorrentes dos estoques de ativos e passivos externos assumem protagonismo na explicação da permanente necessidade de geração de divisas, e da persistente perda de recursos por parte dos países *deficitários* em rendas, acentuando – ou até mesmo causando – a situação de “insuficiência de poupança”. A ideia implícita nesse raciocínio é de que as entradas de divisas ocasionadas pelos financiamentos externos e as posteriores saídas por conta das amortizações e das rendas podem significar, intertemporalmente, uma perda líquida de divisas.

Dessa forma, levando-se em conta o segundo aspecto mencionado acima (ii), deve-se considerar não apenas a magnitude dos valores acumulados dos estoques externos, mas também as suas rentabilidades. Esse aspecto é importante porque muitas análises (e.g. Simonsen & Cysne, 2007) consideram uma taxa de remuneração sobre o *saldo* do passivo externo líquido, desconsiderando o diferencial de rentabilidade entre os estoques externos dos diversos países.

Tal método é insuficiente para analisar a questão da vulnerabilidade externa, pois não leva em conta que o sistema monetário internacional é hierarquizado, determinando que os países

periféricos tenham, em geral, taxas de juros maiores do que os centrais⁴ (CARNEIRO, 2008). Assim, os países do centro do sistema monetário internacional, tendo geralmente taxas de juros menores que os periféricos, podem ter um ativo externo menor que o passivo externo e ainda assim obter uma entrada líquida de rendas, devido a uma rentabilidade mais elevada daquele em relação a este.

Isso ocorreu, por exemplo, nos Estados Unidos em 2000, quando o país detinha um passivo externo maior que o ativo externo, mas, mesmo assim, recebeu uma entrada líquida de rendas em função do diferencial de rentabilidade entre seus ativos e passivos externos⁵. Essa economia apresentou, portanto, o que aqui se chama de um *efeito rentabilidade* favorável.

Fica nítido, então, que a vulnerabilidade externa é crescente quando a rentabilidade do passivo externo aumenta e é decrescente com a elevação da rentabilidade do ativo externo. Assim, o diferencial entre essas deverá ser considerado nas análises, como se fará abaixo.

O terceiro aspecto mencionado acima (*iii*) está ligado à possibilidade de os estoques externos mudarem de valor por variações de preços (efeito GDN), seja pelo tipo de ativo que os caracteriza, seja porque são denominados em moedas diferentes. Nesse sentido,

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

Dessa maneira, deve-se levar em conta a composição dos estoques externos na análise e pode-se considerar que quanto maior a proporção do passivo externo denominado em moeda doméstica menor será a vulnerabilidade externa resultante. Raciocínio parecido vale para o ativo externo e quanto maior a participação de ativos denominados em moedas centrais, menor tende a ser a vulnerabilidade externa – a política de acumulação de reservas internacionais se enquadra nessa lógica.

Percebe-se, então, a necessidade de olhar para os estoques externos, já que países com passivos externos maiores do que os ativos externos tendem a ser mais vulneráveis, sobretudo quando se engendra o efeito circular entre a PII e as rendas por ele geradas, que determinam um crescimento endógeno do passivo externo líquido, aumentando as necessidades de financiamento externo para cobrir o pagamento das rendas geradas pelos próprios estoques. Essa vulnerabilidade externa acaba se manifestando de forma mais acentuada nos momentos de escassez de liquidez em

⁴ Segundo De Conti (2011), as taxas de juros dos países periféricos pagam um prêmio pela iliquidez de sua moeda no âmbito internacional.

⁵ O ativo externo estadunidense somava US\$ 3.488 bilhões, enquanto seu passivo externo era de US\$ 6.446 bilhões, mas ocorreu uma entrada de rendas de US\$ 353 bilhões, enquanto as saídas foram de apenas US\$ 331 bilhões (DUMÉNIL & LÉVY, 2005, pp. 96-97).

âmbito internacional, que dificulta o financiamento que alimentava a mencionada circularidade, gerando a necessidade de obtenção de divisas na esfera real para pagamento das rendas. A situação se agrava quando o país tem que amortizar uma parte desses estoques.

Nesse contexto, a economia fragilizada que tenta gerar saldos positivos por meio da transferência de recursos reais ao exterior corre dois riscos principais: i) sofrer de ajustes recessivos, caso adote uma estratégia agressiva de diminuir a absorção interna para gerar um aumento das exportações líquidas; ii) conviver com pressões inflacionárias por conta de desvalorizações cambiais que visem aumentar a competitividade dos produtos domésticos – não se devendo descartar a possibilidade de a economia conviver com as duas situações simultaneamente. Adicionalmente, os países periféricos correm riscos muito maiores nessas situações, principalmente pois os fluxos de capitais externos a eles direcionados tendem a ser pró-cíclicos, afluindo com maior intensidade nos momentos de prosperidade e refluindo rapidamente aos primeiros sinais de crise no cenário internacional ou nacional.

Finalmente, é fundamental apontar e esclarecer uma distinção entre o efeito circular e o de manifestação da vulnerabilidade externa. Por um lado, existe um movimento de circularidade entre fluxos e estoques que determina a evolução da PII, sendo que este movimento depende dos fluxos de capitais externos, de forma que uma vulnerabilidade potencial é causada por essa dependência em relação ao financiamento externo. Assim, a evolução da PII, na sua dinâmica de circularidade, “independe” das transferências de recursos reais ao exterior (balança comercial e de serviços), que apenas amenizam ou acentuam a dinâmica, em casos de, respectivamente, *superávits* ou *déficits*.⁶ Além disso, a circularidade pode ser funcional durante certo período de tempo, já que as entradas de capitais externos podem estimular a economia doméstica, deixando, todavia, um rastro de passivos externos. Por outro lado, a manifestação aguda de problemas relacionados à vulnerabilidade externa não ocorre permanentemente, isto é, em apenas alguns períodos ela causará constrangimentos à economia doméstica, contudo, estas manifestações de vulnerabilidade são drásticas, pois envolvem não só os pagamentos das rendas como possíveis amortizações ou saídas de investimentos, o que tende a gerar crises nos países que passam por esta situação.

3. Conjuntura internacional e política econômica interna do período

Essa seção apresenta um resumo de alguns dos principais movimentos da economia mundial e das políticas econômicas internas no período marcado pelo aprofundamento da abertura comercial

⁶ Evidentemente, caso os superávits ou déficits na balança comercial e de serviços sejam muito expressivos, a lógica de circularidade entre a PII e as rendas fica em segundo plano.

e financeira no Brasil na década de 1990, privilegiando os acontecimentos que influenciaram as transações externas brasileiras e determinaram as condições de obtenção de divisas, seja pelo saldo comercial, seja pela atração de recursos externos. Para tanto, a primeira parte trata da conjuntura internacional e a segunda das políticas brasileiras no período.

3.1 Conjuntura internacional

A queda do Muro de Berlim, em 1989, e o fim da União Soviética, em 1991, marcou o triunfo dos Estados Unidos na Guerra Fria e a hegemonia mundial do país nos campos militar, tecnológico e financeiro durante a década de 1990 (FIORI, 1999). À sombra da vitória norte-americana, as diretrizes de política econômica adotadas na década anterior nos Estados e Europa Ocidental nos marcos da retomada neoliberal, marcadas pela liberalização comercial e financeira e a diminuição da ação direta do Estado como provedor de bens e serviços se converteram no receituário comum de política econômica na maior parte dos países ocidentais, particularmente os da América Latina e Leste Europeu, em geral, ainda pouco afetados por essas políticas até então.

O chamado “Consenso de Washington” correspondia, justamente, ao conjunto de práticas preconizadas pelos organismos multilaterais, especialmente o Banco Mundial e o FMI, que os países latino-americanos deveriam seguir ao longo da década de 1990 de forma a se integrar à nova ordem econômica internacional, e que, grosso modo, serviu de referência para os diversos governos de natureza liberal que assumiram os países da região neste período. Entre as ações sugeridas, podemos mencionar a liberalização comercial e financeira, privatizações e medidas de controle fiscal, de forma a deixar para trás o padrão de intervenção do Estado na economia que havia caracterizado o período da industrialização por substituição de importações, cuja última fase se concluíra em fins da década de 1970.

A década de 1990 será caracterizada por uma expansão a taxas maiores dos fluxos financeiros internacionais em relação aos fluxos comerciais, demarcando o processo de globalização financeira, identificada pela integração dos mercados bancário e de capitais em escala mundial (CARNEIRO, 1999). Tratava-se não apenas da maior liberalidade para as operações bancárias e no mercado de títulos de dívida, ações e títulos corporativos entre países, mas, também, no aumento expressivo das cadeias produtivas globais, que levaram à expansão do investimento direto externo e a reorganização da base industrial mundial, sobretudo em favor do leste asiático, e na construção em redes de suprimento mundiais, desmontando as cadeias produtivas locais em ramos até então protegidos (CARNEIRO, 1999).

As baixas taxas de juros praticadas no mercado internacional e a renegociação da dívida externa dos países latino-americanos nos marcos do Plano Brady, iniciado em 1989, resultaram na reinserção desses países no mercado financeiro internacional (MARGARIDO, 1997). Este processo proporcionará as condições externas necessárias ao acúmulo de reservas internacionais e, assim, aos sucessivos processos de estabilização monetária que diversos países da América Latina implementaram ao longo da primeira metade da década de 1990, após mais de uma década de estrangulamento externo, que datava desde o Segundo Choque do Petróleo, em 1979 e, sobretudo, após a moratória mexicana, em 1982 (BATISTA, JR, 1996). Estes planos, apoiados na abertura comercial e financeira e na estabilização cambial, atingiram êxito em debelar a alta inflação característica do período anterior. Contudo, o baixo dinamismo econômico e permanência da extrema vulnerabilidade externa desses países, continuariam presentes ao longo da década de 1990.

Isto ficará mais claro a partir de 1995, com a crise Mexicana, caracterizada pela rápida fuga de capitais de curto prazo, perda de reservas internacionais, desvalorização cambial, a qual se seguiram, aumento da inflação e políticas de austeridade com o objetivo de reduzir a absorção externa, a qual, resultariam, em retração do nível de atividade econômica e aumento do desemprego. Esta crise terá impacto negativo nos fluxos de capitais recebidos por outros países da região, de forma que o rápido contágio as crises financeiras será uma das características principais deste período. Em linhas gerais, este enredo se repetiu no caso das crises da Ásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999) e Argentina (2001) (WESTPHAL, 2005).

Desta forma, a década de 1990 será marcada não apenas pelo fim do bloco soviético e expansão do neoliberalismo, como também pela maior acesso dos países da periferia, particularmente, os latino-americanos, aos fluxos financeiros internacionais, que, se em um primeiro momento foram responsáveis pelo êxito dos planos de estabilização monetária, na segunda metade da década, deixará claro às limitações da abertura financeira em proporcionar trajetórias sustentadas de crescimento capaz de aproximar a renda per capita desses países daquela observada nos países centrais.

3.2. Políticas internas

Desde o fim da Ditadura Militar e o início da Nova República, em 1986, o Brasil, em face da elevadíssima inflação que acometia o país, os planos nacionais de desenvolvimento, que definiram a condução da política econômica no período posterior ao pós-Segunda Guerra Mundial, deram lugar

aos planos de estabilização. Sem encontrar uma solução consistente para o problema da restrição de balanço de pagamentos, que impedia o país de endereçar de forma duradoura o problema da alta inflação, o país os sucessivos fracasso desses planos ao longo da segunda metade da década de 1980 e começo da década de 1990.

A eleição de Fernando Collor de Mello, em 1989, se não significou a estabilização da economia, muito ao contrário, do ponto de vista da integração comercial e financeira à economia internacional e do papel da intervenção do Estado na economia, representou substancial inflexão, tendo início o processo de abertura financeira e comercial do país, assim como o processo de privatizações, já nos marcos da Constituição de 1988, recém-promulgada. Houve uma sensível mudança nas regras de ingressos de recursos financeiros no país, já por este período, sendo extremamente flexibilizado a entrada de capitais estrangeiros no mercado de capitais e bancário (HERMANN, 2002).

Nos marcos do Plano Brady, durante o governo Itamar Franco, a partir de 1992, Brasil aderiu ao Plano Brady, e deu início a renegociação da sua dívida externa nas bases desse plano. Nos dois anos posteriores, o país tornou-se capaz de acumular reservas internacionais e criar as condições necessárias para a adoção do Plano Real,⁷ cuja a última fase, caracterizada pela troca de moeda, data de 1º de julho de 1994, cuja paridade quase fixa com o dólar, seria a mola mostra do plano de estabilização.⁸

A partir de 1995, com o início do primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso. Entre 1995 e 1998, foi dada continuidade as diretrizes iniciadas em 1990, consubstanciada em maior abertura comercial e financeira, aprofundamento do processo de privatizações e reforma do aparelho de Estado. Ao passo que o país obteve êxito em debelar o processo de alta inflação que se arrastava desde fins da década de 1970, não conseguiu, no entanto, lograr êxito em recuperar o crescimento econômico sustentado, também interrompido, por ocasião da crise da dívida externa.⁹

A estabilidade cambial assegurada a custo de elevada taxa de juros doméstica, tornou possível assegurar a estabilização econômica inaugurada com o Plano Real, resultando na elevação do passivo externo e no aumento do endividamento público do país. Contudo, após a crise da Ásia, em 1997, as condições necessárias a manutenção da semi-paridade cambial que o país praticava em relação ao dólar tornou-se cada vez mais difícil, com o país perdendo progressivamente reservas, o

⁷ A este respeito, ver, por exemplo, MARGARIDO (1997). Acerca da adesão do Brasil ao Plano Brady, ver, por exemplo, MARÇAL, (2000).

⁸ Para uma análise do Plano Real, ver, por exemplo, CARNEIRO (2002).

⁹ Para uma apreciação crítica do primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso, ver, por exemplo, CARNEIRO (2002).

que resultaria, após o início do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, em 1999, na mudança do regime de política econômica adotado até então. Assim, sob égide dos acordos firmados com o FMI para assegurar divisas ao país, o Brasil adotaria o chamado regime do tripé-macroeconômico, caracterizado pelo (i) regime de câmbio flutuante; (ii) metas de superávit primário com o objetivo de estabilizar a relação dívida/PIB (ao qual poderíamos acrescentar a Lei de Responsabilidade Fiscal, que destinou-se, sobretudo, a limitar os canais de endividamento das entidades subnacionais); e (iii) o regime de metas de inflação (CINTRA, 2005).

Assim, se ao longo da segunda metade da década de 1990 o país preservou a estabilidade monetária, em que pese a aceleração da inflação em 1999, como resultado da abrupta desvalorização cambial, não foi capaz de recuperar a trajetória de crescimento sustentado, ao passo que os mecanismos de planejamento e indução econômica existentes no Estado brasileiro, em especial o amplo conjunto de empresas estatais, foi, em larga medida, desmontado, ao passo que o país encontrava-se integrado amplamente à economia internacional, em uma posição vulnerável tanto do ponto de vista financeiro como comercial – neste caso tornando-se crescentemente distante dos setores mais intensivos em tecnologia.

4. Estimativa da Posição Internacional de Investimentos: 1990-2000

Nesta seção, pretende-se apresentar uma estimativa da Posição Internacional de Investimentos (PII) da economia brasileira para o período de 1990 a 2000. Vale ressaltar que não existem dados para a PII brasileira no período anterior a 2001, de forma que uma das contribuições dessa pesquisa é justamente apresentar as estimativas realizadas.

Os valores da PII da economia brasileira para o período de 1990 a 2000 são apresentados na Tabela 1, mostrando que o Brasil tem um passivo externo maior do que o ativo externo, podendo ser considerado mais vulnerável externamente, sob a ótica do presente estudo, por causa de sua condição patrimonial.

Tabela 1 – Estimativa da Posição Internacional de Investimentos, 1990-2000.

US\$ bilhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1.IBD	9,9	12,2	13,7	15,8	18,4	21,7	23,7	27,7	34,0	39,8	46,9
2.Carteira	2,7	2,7	2,7	3,0	6,2	7,3	7,5	5,6	6,1	5,4	6,1
Ações	0,1	0,1	0,1	0,4	0,6	0,7	0,8	1,0	1,0	1,4	2,4
Títulos de dívida	2,6	2,6	2,6	2,6	5,7	6,6	6,7	4,6	5,1	4,0	3,7
3.Outros	1,4	2,2	2,2	3,6	6,9	7,3	10,0	10,5	13,3	14,5	15,2
4.Reservas	10,0	9,4	23,8	32,2	38,8	51,8	60,1	52,2	44,6	36,3	33,0
Ativos	24,0	26,5	42,4	54,6	70,3	88,2	101,3	95,9	98,0	96,0	101,2
5.IDE	37,1	38,6	47,3	54,6	61,8	47,9	54,8	69,7	99,5	102,3	122,3
6.Carteira	1,2	6,4	19,7	34,9	93,4	98,3	129,3	149,8	147,2	173,0	169,0
Ações	0,4	2,4	2,9	11,8	23,5	21,4	36,5	52,9	32,8	57,5	48,0
Títulos de dívida	0,8	4,0	16,8	23,1	69,8	77,0	92,8	96,9	114,5	115,4	121,0
7.Outros	135,1	134,4	125,2	129,0	85,5	111,1	126,8	122,7	118,6	105,5	83,8
Passivos	173,4	179,4	192,2	218,5	240,7	257,4	311,0	342,3	365,4	380,8	375,1
PII (valores negativos)	149,5	152,9	149,8	163,9	170,3	169,2	209,7	246,4	267,4	284,8	273,9

Fonte: IBD: Bacen, elaboração própria pelo método PEL2¹⁰; Ativo/Carteira (ações): Bacen pelo PEL1¹¹; Ativo/Carteira (títulos de dívida): Bacen pelo PEL1 invertido¹²; Outros/Ativo: Bacen pelo PEL2¹³; Reservas Internacionais: Bacen; IDE: UNCTAD (2018); Carteira/Passivo (ações): Bacen, pelo PEL2¹⁴; Carteira/Passivo (títulos de dívida): Bacen pelo PEL1; Outros/Passivo: Bacen pelo PEL2¹⁵

Notas: PII: Posição Internacional de Investimentos; IDE: Investimento Direto Estrangeiro; IBD: Investimento brasileiro direto; Reservas: Reservas Internacionais.

Pode-se observar que ao longo do período o ativo externo apresenta uma tendência de aumento no seu valor, quadruplicando de valor em uma década, passando do patamar de US\$ 24 bilhões para aproximadamente US\$ 100 bilhões. No entanto, o passivo externo tem um aumento absoluto muito maior, passando de US\$ 173,4 bilhões em 1990 para US\$ 375,1 bilhões em 2000 (Tabela 1). Como resultado, o passivo externo líquido (PEL) se eleva, ou seja, o oposto da PII, varia de US\$ 149,5 bilhões para US\$ 273,9 bilhões durante o período 1990-2000.

¹⁰ Conforme apresentado em seção anterior, o método PEL 2 baseia-se no somatório dos fluxos com a variação GDN. Dada a impossibilidade de cálculo da variação GDN para cada um dos anos, optou-se por usar a sua média no período 1947-2001, calculada a partir dos fluxos de IBD de cada ano e da variação GDN necessária para resultar no estoque verificado em 2001 (primeiro ano de registro).

¹¹ Conforme apresentado em seção anterior, no método PEL1 somam-se os fluxos anuais disponibilizados pelo Banco Central a partir de 1947, considerando nesse ano um estoque igual a zero.

¹² Utilizou-se o valor do estoque disponível no Bacen para o ano de 2001 e subtraiu-se o fluxo anual.

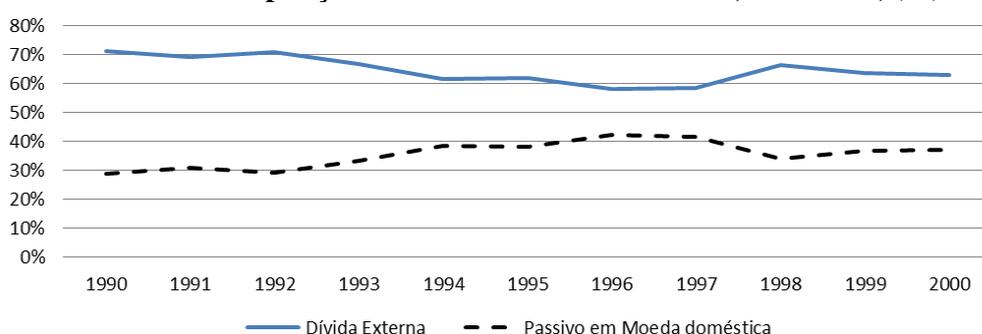
¹³ Notou-se que o somatório dos fluxos desde 1947 resultava em um valor de estoque que era igual a um quarto do valor efetivo disponibilizado pelo Bacen para o ano de 2001. Dessa maneira, o valor de cada ano do estoque foi considerado com um quarto do somatório dos fluxos até o ano em questão. Tais valores indicam que os “Outros Investimentos brasileiros” apresentam um GDN fortemente negativo ao longo do tempo.

¹⁴ Somaram-se os fluxos e ponderou-se pelo índice do Ibovespa em dólares, disponibilizados em Bovespa (2018).

¹⁵ Notou-se que o somatório dos fluxos desde 1947 resultava em um valor de estoque que era igual a aproximadamente setenta por cento do valor efetivo disponibilizado pelo Bacen para o ano de 2001. Dessa maneira, o valor de cada ano do estoque foi considerado como 1,42 vezes (1 dividido por 0,7 = 1,42) o somatório dos fluxos até o ano em questão. Tais valores indicam que os “Outros Investimentos estrangeiros” apresentam um GDN positivo ao longo do tempo.

Entretanto, apesar do aumento significativo do passivo externo, pode-se observar, pelo Gráfico 1, que sua composição apresentou uma modificação benéfica em termos de vulnerabilidade externa, com uma tendência de diminuição da participação da dívida externa, que inicia o período com aproximadamente 70% da PII e no final oscila próximo dos 60%. Já o passivo denominado em moeda doméstica representa em torno de 30% da PII no início do período e 40% no final. Conforme apresentado em seção anterior, isso caracteriza uma elevada vulnerabilidade externa pela preponderância do passivo externo em moeda estrangeira, porém, ao longo do período a situação foi melhorando, ao menos do ponto de vista da composição do passivo externo brasileiro.

Gráfico 2 - Composição do Passivo Externo brasileiro, 1980-1990, (%).



Fonte: Dívida Externa: Bacen; Passivo em Moeda Doméstica = por simplificação, foi calculada como a diferença entre o Passivo externo e a Dívida Externa;

Tal situação de melhoria da composição do passivo externo foi potencializada pela elevação no nível das reservas internacionais, que passou do patamar relativamente baixo (em torno de US\$ 10 bilhões) no início do período, para algo em torno de US\$ 60 bilhões em 1996. Conforme apresentado na seção anterior, tal fato foi importante para a realização do Plano Real. Contudo, até mesmo como desdobramento desse plano de estabilização, as reservas começam a cair a partir de 1997, chegando próximo dos US\$ 30 bilhões ao final da década (Tabela 1).

Além disso, outras mudanças podem ser destacadas. Pelo lado dos ativos externos, nota-se uma elevação expressiva dos Investimentos Brasileiros Diretos no exterior (IBD) e dos Outros Investimentos, relativizando a importância das reservas internacionais. Pelo lados dos passivos externos, em 1990 claramente os “Outros Investimentos” eram o estoque mais importante, porém, ao final da década se observa que tal estoque foi sobrepujado tanto pelos Investimentos Diretos Estrangeiros (IDE) como pelos Investimentos em Carteira – vale notar que a rubrica “títulos de dívida” se tornou maior do que a dos “Outros Investimentos”. Conforme explicado em seção anterior, tal movimento foi permitido pela liberalização da conta financeira brasileira, que ampliou as possibilidades de entradas de capitais nas modalidades de investimentos diretos e em carteira.

Apresentam-se na Tabela 2 alguns indicadores de vulnerabilidade externa, obtidos pela utilização da estimativa da PII, com o intuito de analisar qual o efeito da abertura econômica realizada ao longo da década sobre as contas externas. Pode-se observar, de modo geral, por meio dos diversos indicadores mostrados na Tabela 2, a deterioração das contas externas brasileiras ao longo do período Collor, a melhoria no início do Plano Real e uma nova piora a partir de 1996/97. Além disso, aparentemente o ajuste ocorrido em 1999 parece ter revertido a tendência e os indicadores dos anos 2000 são, na maioria, melhores.

Por exemplo, a PII estimada durante o período se elevou do patamar de -32%, em 1990, para -38% do PIB¹⁶ em 1993, decorrente do aumento da dívida externa e da queda do PIB. Entretanto, na segunda metade da década os indicadores melhoram até 1996, principalmente pela elevação das taxas de crescimento do PIB e pela valorização cambial, chegando a -25% do PIB, se elevando para -48% em 1999, para finalmente atingir -42% do PIB em 2000.

Tabela 2- Indicadores de Vulnerabilidade Externa, 1990-2000

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Passivo Externo/PIB	0,37	0,44	0,50	0,51	0,44	0,33	0,37	0,39	0,42	0,64	0,57
Dívida Externa/PIB	0,26	0,31	0,35	0,34	0,27	0,21	0,21	0,23	0,28	0,40	0,36
Ativo Externo/PIB	0,05	0,07	0,11	0,13	0,13	0,11	0,12	0,11	0,11	0,16	0,15
Div. Ext. Líquida/PIB	0,24	0,28	0,29	0,26	0,20	0,14	0,14	0,17	0,23	0,34	0,31
PII/ PIB	-0,32	-0,38	-0,39	-0,38	-0,31	-0,22	-0,25	-0,28	-0,31	-0,48	-0,42
PII/export. de bens	-4,8	-4,8	-4,2	-4,2	-3,9	-3,6	-4,4	-4,6	-5,2	-5,9	-5,0
PII/export. de serviços	-39,8	-46,4	-36,7	-41,4	-38,8	-34,3	-41,6	-35,8	-33,9	-39,6	-28,8
PII/Reservas	-15,0	-16,3	-6,3	-5,1	-4,4	-3,3	-3,5	-4,7	-6,0	-7,8	-8,3

Fonte: a) PIB: Bacen, pelo câmbio médio do ano b) Dívida Externa, Reservas, exportações de bens e de serviços: Bacen c) Passivo Externo, Ativo Externo, PII: tabela 1. Elaboração Própria.

Enquanto isso a dívida externa se elevou em termos absolutos, de maneira que a dívida externa líquida aumentou consideravelmente no período – apesar de que em relação ao PIB ela aumenta no início do período, até 1993, e no final do período (Tabela 2).

5. Rendas Líquidas Enviadas ao Exterior

Conforme corroborado pela Tabela 3, as saídas de rendas sempre foram maiores, no Brasil, do que as entradas, caracterizando o *déficit* estrutural dessa conta. Como se nota, o valor das rendas líquidas enviadas aumenta substancialmente no período, especialmente após o Plano Real, que teve,

¹⁶ Deve-se ressaltar que a mensuração do PIB em dólares nesse período é muito problemática por conta das fortes oscilações da taxa de câmbio, assim, ganham relevância os indicadores que fazem a divisão da PII por fontes que podem ser utilizadas para o seu pagamento, como as exportações de bens e serviços e as reservas internacionais, que apontam para um aumento dessa relação até meados da década.

conforma apontado na seção anterior, os juros elevados como um dos pilares da estratégia de estabilização. No que diz respeito à saída líquida de outros investimentos, que reflete principalmente as despesas com juros, o saldo passa de US\$ 9,3 bilhões em 1990 para 3,6 bilhões em 1994, voltando a se elevar ao final da década, chegando a US\$ 6,2 bilhões em 2000. Entretanto, se essa conta era sem dúvida a mais relevante no início do período, vale notar que as rendas dos investimentos diretos e dos investimentos em carteira passam a rivalizar em qual é a mais relevante, aspecto que é totalmente coerente com a seção anterior, que mostrou que esses estoques de passivos externos se tornaram os mais relevantes.

Tabela 3- Renda Líquida enviada ao Exterior, 1900-2000
US\$ bilhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Salário e ordenado (a)	-0,16	-0,09	-0,15	-0,12	-0,13	-0,16	-0,06	0,05	0,10	0,14	0,08
Renda de investimento direto (b)	-1,90	-1,09	-0,86	-2,82	-4,33	-2,55	-2,19	-4,58	-5,58	-3,66	-3,24
Total das receitas	0,01	0,01	0,07	0,20	0,37	0,79	1,43	0,89	0,44	1,49	1,00
Total das despesas	-1,91	-1,10	-0,93	-3,01	-4,70	-3,34	-3,63	-5,47	-6,03	-5,15	-4,24
Renda de investimento em carteira (c)	-0,39	-0,34	-0,48	-0,69	-0,92	-3,95	-4,19	-5,64	-6,95	-7,71	-8,54
Total das receitas	0,05	0,03	0,02	0,03	0,05	0,95	1,36	1,60	1,50	0,77	0,86
Total das despesas	-0,43	-0,37	-0,49	-0,72	-0,96	-4,90	-5,55	-7,23	-8,45	-8,48	-9,40
Renda de outros investim. (juros) (d)	-9,33	-8,22	-6,66	-6,71	-3,65	-4,40	-5,22	-4,71	-5,76	-7,62	-6,18
Total das receitas	1,09	0,86	1,02	1,04	1,79	1,56	2,24	2,42	2,37	1,36	1,53
Total das despesas	-10,42	-9,08	-7,68	-7,75	-5,44	-5,97	-7,47	-7,13	-8,13	-8,98	-7,71
Rendas (a+b+c+d)	-11,77	-9,74	-8,15	-10,33	-9,03	-11,06	-11,67	-14,88	-18,19	-18,85	-17,89

Fonte: BCB; Elaboração Própria

Vale salientar que a economia brasileira também recebeu rendas, com as entradas mais importantes ocorrendo pelos juros de outros investimentos, entretanto, os valores de entradas sempre ficaram bastante abaixo das saídas, ajudando a explicar porque os déficits foram crescentes após o Plano Real, atingindo quase US\$ 20 bilhões no final da década.

6. Estimativa da Rentabilidade da PII e alguns Indicadores de Endividamento Externo.

Após a apresentação da estimativa dos estoques dos passivos e ativos externos da economia brasileira no período 1990-2000 e da análise dos fluxos de rendas gerados pelos mesmos, é possível estimar a rentabilidade aparente da PII e de suas diversas contas. Para tanto, a metodologia adotada consiste na divisão entre os fluxos de rendas de uma determinada conta durante um ano e o valor do estoque dessa conta no final do mesmo ano¹⁷.

¹⁷ Ou seja, $RENTABILIDADE = \frac{FLUXO \text{ anual da conta } X}{ESTOQUE \text{ ao final do ano da conta } X}$.

Pode-se considerar, conforme apresentado em seção anterior, que a vulnerabilidade externa na esfera financeira se encontra diretamente relacionada com a rentabilidade do passivo externo, ou seja, quanto maior essa rentabilidade, mais vulnerável externamente essa economia tende a ser¹⁸. O inverso ocorre com a rentabilidade do ativo externo.

Dessa maneira, de acordo com a Tabela 4, pode-se observar algumas características da estimativa da rentabilidade da PII. Em primeiro lugar, em função da hierarquia das moedas¹⁹, espera-se que a rentabilidade do ativo externo seja menor do que a do passivo externo, afinal, países que detêm moedas periféricas, como é o caso brasileiro, só conseguem atrair capitais estrangeiros caso ofereçam uma alta rentabilidade. Conforme se pode observar na Tabela 4, foi justamente isso que ocorreu no período, ou seja, pode-se considerar que a economia brasileira teve uma vulnerabilidade externa sob a ótica do *efeito rentabilidade*, afinal, a rentabilidade do passivo externo foi sempre maior do que a do ativo.

Tabela 4- Estimativa da Rentabilidade da PII (%), Fluxo (anual)/Estoque (do fim do ano), 1990-2000

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1.IBD	0,1%	0,1%	0,5%	1,3%	2,0%	3,7%	6,0%	3,2%	1,3%	3,7%	2,1%
2.Carteira	1,8%	1,0%	0,6%	0,9%	0,7%	13,1%	18,1%	28,3%	24,5%	14,3%	14,0%
3.Outros + Reservas	9,6%	7,4%	3,9%	2,9%	3,9%	2,6%	3,2%	3,9%	4,1%	2,7%	3,2%
Ativos	4,8%	3,4%	2,6%	2,4%	3,2%	3,8%	5,2%	5,4%	4,7%	4,1%	3,6%
5.IDE	5,1%	2,9%	2,0%	5,5%	7,6%	7,0%	6,6%	7,8%	6,1%	5,0%	3,5%
6.Carteira	36,7%	5,8%	2,5%	2,1%	1,0%	5,0%	4,3%	4,8%	5,7%	4,9%	5,6%
7.Outros	7,7%	6,8%	6,1%	6,0%	6,4%	5,4%	5,9%	5,8%	6,9%	8,5%	9,2%
Passivos	7,5%	5,9%	4,8%	5,3%	4,7%	5,6%	5,4%	5,9%	6,2%	6,0%	5,7%
PII	7,9%	6,4%	5,4%	6,3%	5,3%	6,5%	5,6%	6,0%	6,8%	6,6%	6,5%

Fonte: Elaboração própria (a partir das tabelas 1 e 3)

Em segundo lugar, percebe-se que na maioria dos anos a rentabilidade aparente dos Outros Investimentos (e Outros Investimentos mais Reservas) foi maior do que a do IDE (e do IBD). Esse resultado não é trivial, já que o fato de o estoque de IDE se desvalorizar conjuntamente com o câmbio sugere que os investidores demandariam uma rentabilidade maior para manter esse tipo de investimento, como um prêmio contra o risco cambial. Entretanto, dois aspectos podem explicar o ocorrido: em primeiro lugar, a possível estratégia das empresas multinacionais de realizar a exportação subfaturada e a importação superfaturada para aumentar os lucros da matriz e pagar

¹⁸ Contudo, tal análise deve levar em conta também o tamanho e a composição dos estoques dos passivos externos.

¹⁹ Para detalhes, ver Prates (2002) e Carneiro (2008).

menos imposto de renda no país da filial; em segundo lugar, pela estratégia das empresas multinacionais de se instalarem nos países periféricos, evitando as barreiras comerciais impostas às importações nesses países, aceitando assim uma rentabilidade momentaneamente menos elevada.

Em terceiro lugar, em particular, chama atenção a elevada rentabilidade do passivo relativo aos investimentos em carteira no ano de 1990, valor causado pelo baixo valor do estoque estimado para essa conta. Além disso, ocorre uma elevação substancial da rentabilidade da conta Carteira do Ativo externo a partir de 1995, valores gerados pela expressiva elevação dos fluxos dessa conta, conforma pode ser visto na Tabela 3 da seção anterior. Contudo, não foram encontradas explicações para tais eventos.

Na Tabela 5 são apresentados diversos indicadores de endividamento externo, que são utilizados pelo BCB para fazer análises para períodos mais recentes. Dessa maneira, a disponibilização dos valores de tais indicadores para períodos anteriores é um passo importante para o aprofundamento do debate em relação à situação externa da economia brasileira.

Pode-se perceber que os indicadores do grupo A (Tabela 5) apresentam uma melhora até 1995, diminuindo de valor²⁰, para iniciarem um movimento de elevação a partir de então. Entretanto, nota-se que os juros/exportações ficaram praticamente no mesmo patamar de 0,1, enquanto a Dívida (bruta ou líquida) em relação às exportações acaba se elevando até 1999, indicando o cenário de piora da vulnerabilidade externa após o Plano Real.

Já os indicadores do grupo B também apresentaram uma significativa melhora no início da década, diminuindo de valor, até o período 1995/1996. Entretanto, “Reservas/juros”, que chegou a atingir 11,77 em 1995 volta a diminuir no final do período, o mesmo ocorrendo com as “Reservas/dívida total”. Tais indicadores também apontam para uma deterioração da vulnerabilidade externa a partir do Plano Real.

²⁰ O aumento dos indicadores no Grupo A e a diminuição dos indicadores no grupo B representam um aumento da vulnerabilidade externa.

Tabela 5- Diversos Indicadores de Endividamento Externo, 1990-2000.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
A-) Juros e dívida total											
Juros/ exportações	0,30	0,26	0,19	0,17	0,08	0,09	0,11	0,09	0,11	0,16	0,11
Dívida total/ exportações	3,93	3,92	3,80	3,78	3,41	3,42	3,77	3,77	4,73	5,03	4,29
Dívida líquida total/ exportações	3,61	3,62	3,13	2,94	2,51	2,31	2,51	2,79	3,85	4,27	3,69
B-) Reservas											
Reservas (liquidez)/ juros	1,07	1,14	3,56	4,80	10,63	11,77	11,51	11,08	7,74	4,77	5,34
Reservas (liquidez)/ dívida total	0,08	0,08	0,17	0,22	0,26	0,33	0,33	0,26	0,18	0,15	0,14
C-) Transações correntes/PIB	-0,8%	-0,3%	1,6%	-0,2%	-0,3%	-2,4%	-2,8%	-3,4%	-3,9%	-4,2%	-3,7%

Fonte: Bacen, elaboração própria

Um dos indicadores mais utilizados para avaliar as contas externas, no Grupo C, é o saldo em transações correntes em relação ao PIB. Observa-se que os déficits em transações correntes foram bastante reduzidos no início da década, inclusive com um superávit em 1992. Entretanto, a partir do Plano Real o indicador piora, chegando ao patamar de 4% do PIB. Novamente, em 2000 ocorre uma pequena melhora, mas o déficit continua em patamar próximo a 4% do PIB, indicando desequilíbrio nas transações externas.

7. Efeito Circularidade entre a PII e as rendas líquidas enviadas: 1990-2000

Conforme apresentado em seção anterior, existe um movimento de circularidade entre fluxos e estoques que determina a evolução da PII, aspecto que depende das entradas líquidas de capitais externos, de forma que uma vulnerabilidade potencial é causada por essa dependência em relação ao financiamento externo. As outras contas – comercial e de serviços – apenas amenizam ou acentuam essa dinâmica. Já a manifestação da vulnerabilidade externa ocorre apenas em alguns períodos específicos, causando constrangimentos à economia doméstica, pois envolvem a retração dos financiamentos que alimentavam a circularidade, dificultando não só os pagamentos das rendas como das possíveis amortizações ou saídas de investimentos, o que tende a gerar crises. Logo, a ligação principal entre os dois aspectos é que o efeito circularidade cria as condições para que em algum momento a vulnerabilidade se manifeste. A atual seção analisará como a mencionada circularidade evoluiu, criando as condições de manifestação da vulnerabilidade externa.

Como já aventado, o Brasil está no grupo dos países que, liquidamente, enviam renda para o exterior e o período sob análise (1990-2000) não foi diferente. Para piorar a situação, em poucos momentos desse período o Brasil obteve um saldo nas outras contas (comércio e serviços) suficiente

para o pagamento das rendas enviadas, de forma que na maioria dos anos o país apresentou uma necessidade de financiamento do resto do mundo por conta de *déficits* em transações correntes – com exceção de 1992.

Dessa maneira, pode-se considerar o Brasil na pior condição de vulnerabilidade externa, já que ele tem a necessidade de gerar divisas na balança comercial para o pagamento de rendas, mas, geralmente, esse superávit revelou-se insuficiente para reduzir o saldo negativo da PII. Sugeriu-se em seção anterior que os países nessa situação tendem a adaptar sua inserção externa a essa condição. Entretanto, a especificidade do período, conforme apresentado em seção anterior, é que o plano de estabilização do Plano Real ampliou as importações domésticos, fazendo com que a balança comercial ampliasse o efeito circularidade, ao invés de amenizar, amplificando o movimento de formação do passivo externo.

Portanto, considera-se que década analisada se caracterizou como de manifestação da vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas associado no final do período, em torno de 1999, quando foram adotadas mudanças na política econômica por conta dos desequilíbrios externos. De tal modo, resta analisar como evoluiu a circularidade entre a variação dos estoques externos (PII) e as rendas líquidas enviadas ao exterior, buscando ponderar se o país ampliou ou não a sua vulnerabilidade externa.

Foi feita uma estimativa dos fatores que levaram à variação anual da PII, comparando essa variação com o saldo das transações correntes. A diferença de valor entre essas duas variáveis (variação anual da PII e saldo anual das transações correntes) foi atribuída, por simplificação, ao fator GDN²¹. Dessa maneira, por exemplo, em 1997, nota-se pela Tabela 6 que a variação da PII foi de US\$ -36,7 bilhões, enquanto o saldo das transações correntes foi de US\$ -30,5 bilhões, de modo que pela metodologia adotada conclui-se que 83% ($-30,5/-36,7 = 0,83$) da variação da PII para esse ano foi causada pelo *déficit* das transações correntes e 17% pelo efeito GDN. Portanto, por essa metodologia, a variação anual da PII pode ser causada por dois fatores²²: pelo saldo das transações correntes e pelo efeito GDN.

²¹ Apesar de também poder ser decorrente do efeito OMV que, no entanto, costuma ser menos significativo, como discutido na seção 1.

²² O principal objetivo desse cálculo é tentar inferir qual a participação das rendas líquidas enviadas no aumento do estoque do passivo externo líquido. De tal modo, as transações correntes foram desagregadas em dois grupos: a) Rendas; b) Outras = Transações Correntes menos Rendas (TC – Rendas).

Tabela 6- Variação da PII e contas das Transações Correntes (US\$ milhões). Participação de fatores geradores nas variações anuais da PII (%): 1980-1990.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	SOMA
Rendas	-11,8	-9,7	-8,2	-10,3	-9,0	-11,1	-11,7	-14,9	-18,2	-18,8	-17,9	-141,6
Outras	8,0	8,3	14,3	9,7	7,2	-7,3	-11,8	-15,6	-15,2	-6,5	-6,3	-15,3
TC	-3,8	-1,4	6,1	-0,7	-1,8	-18,4	-23,5	-30,5	-33,4	-25,3	-24,2	-156,9
PII	-149,5	-152,9	-149,8	-163,9	-170,3	-169,2	-209,7	-246,4	-267,4	-284,8	-273,9	
Variação PII		-3,4	3,1	-14,1	-6,5	1,2	-40,5	-36,7	-21,0	-17,4	10,9	-124,4
Rendas/Variação PII		283%	-259%	73%	139%	-961%	29%	41%	86%	108%	-164%	114%
(Outras)/Variação PII		-242%	453%	-69%	-112%	-637%	29%	42%	72%	37%	-58%	12%
TC/Variação PII		41%	194%	5%	28%	-1598%	58%	83%	159%	145%	-221%	126%
GDN/Variação PII		59%	-94%	95%	72%	1698%	42%	17%	-59%	-45%	321%	-26%

Fonte: BCB; Elaboração Própria. Obs: TC= Transações Correntes; Outras = Balança Comercial + Balança de Serviços + Transferências Unilaterais; Variação PII = variação anual da PII; GDN = ganho de detenção nominal.

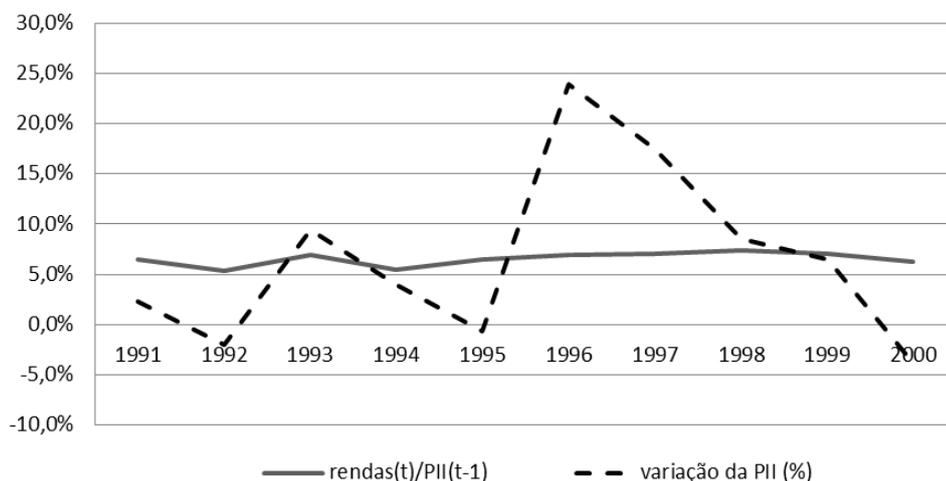
A tentativa de inferir qual a participação das rendas líquidas enviadas no aumento do estoque do passivo externo líquido é obtida pela relação Rendas/Variação anual da PII (pela Tabela 6, Rendas/Var PII). Com tal metodologia, chega-se à conclusão de que as rendas líquidas foram responsáveis, no período 1990-2000, por 114% da variação total da PII, um percentual bastante elevado. Os déficits nas outras contas ampliaram o problema das saídas de rendas, significando um efeito de 12% na variação da PII. Assim, as transações correntes explicaram 126% da variação da PII no período. Isso significa que as variações de valor contribuíram para evitar uma ampliação ainda maior do passivo externo, sendo que o efeito GDN causou -26% da variação da PII.

Dessa maneira, a variação do passivo externo líquido do período foi decorrente do efeito “despoupança” causado pelas rendas enviadas ao exterior. Este aumento do valor da PII negativa esteve totalmente relacionado ao efeito circular entre a PII e as rendas líquidas enviadas, podendo-se concluir que a dinâmica de evolução dos estoques externos brasileiros nesse período foi determinada primordialmente por esse aspecto. Nota-se, destarte, que os déficits nas outras contas apenas acentuaram levemente o movimento mais geral de elevação do passivo externo líquido.

Outra forma de visualizar isso é por meio do Gráfico 3, onde se nota que a PII se tornou mais negativa em praticamente todos os anos – exceção a 1992, 1995 e 2000. O outro indicador apresentado, que serve com *proxy* da circularidade entre as rendas líquidas enviadas e a variação anual da PII, se comporta de forma menos volátil e apresenta tendência de ligeira elevação ao longo do período – provavelmente em virtude do Plano Real. Também fica evidente que a mencionada circularidade é fundamental para explicar a dinâmica de evolução da PII. Além disso, nota-se que os anos 1996 e 1997 apresentaram um grande salto na PII, uma vez que ao efeito circular somou-se

os expressivos saldos negativos na balança comercial e de serviços, sendo que em 1998 apenas não se observa o mesmo resultado pois o efeito GDN foi bastante negativo – conforma a Tabela 6, a despeito do déficit de 15 bilhões em “Outras”, o efeito GDN foi de -59%.

Gráfico 3- Variação anual da PII (%) e *proxy* da circularidade entre as rendas líquidas enviadas e a variação anual da PII (%): 1990-2000.



Fonte: elaboração própria

Notas: *proxy* da circularidade entre rendas e variação anual da PII = rendas líquidas enviadas ao longo do ano t/estoque da PII ao final do ano t-1; PII = Posição Internacional de Investimentos

Dessa maneira, conclui-se que a circularidade entre a PII e as rendas líquidas enviadas é o principal fator para explicar a vulnerabilidade externa potencial da economia brasileira. Ao final do período observa-se a manifestação dessa vulnerabilidade, fazendo com que enormes esforços fossem realizados e com sérias consequências. Nota-se, de forma geral, que o passivo externo líquido continuou se expandindo ao longo de todo o período, gerando uma ampliação da dependência dos financiamentos externos, fatores que ajudam a explicar a debilidade da economia doméstica na entrada da nova década e representando o germe de novas crises.

Considerações Finais

Um dos elos mais importantes da interação entre fluxos e estoques externos brasileiros está na sua circularidade, ou seja, a Posição Internacional de Investimentos (PII) negativa causa uma saída de rendas e este fluxo está diretamente relacionado com o aumento do passivo externo. Diante desta dinâmica de evolução dos estoques externos, a vulnerabilidade externa caracteriza-se pela dependência em relação aos financiamentos estrangeiros, fazendo com que os momentos de escassez de liquidez no plano internacional resultem em medidas restritivas na economia doméstica.

Assim, um dos objetivos desse trabalho foi estudar um momento marcado pela abertura da economia, tanto no plano comercial quanto financeiro, e analisar como tais fatores impactaram essa circularidade e como afetaram a vulnerabilidade externa do país no período 1990-2000.

Vale observar que no Brasil, em termos históricos, a economia é estruturalmente *deficitária* em rendas, praticamente desde a constituição do país como nação independente. Esses recursos que devem ser enviados ao exterior originam uma permanente necessidade de geração de divisas geralmente não satisfeita pelo “lado real” da economia (*superávits* da balança comercial e de serviços), fazendo com que o país fique dependente do financiamento estrangeiro para fechar suas contas externas. Essa condição constitui-se, portanto, como uma das causas da vulnerabilidade externa brasileira, sobretudo em momentos de reversão do contexto internacional de liquidez.

A situação de escassez de liquidez no âmbito internacional afetou a economia brasileira na década de 1980 de forma aguda, se caracterizando como de manifestação inequívoca da vulnerabilidade externa decorrente da PII. Já a década de 1990 é caracterizada pela retomada do ciclo de liquidez para os emergentes, contudo, exigiu-se dessas economias algumas reformas de cunho liberal, ampliando as facilidades para a mobilidade dos capitais e a diminuição das barreiras para as importações. No plano doméstico, o Plano Collor foi fracassado no seu intuito de resolver o problema inflacionário, porém, acabou permitindo o acúmulo de reservas internacionais – as seções anteriores mostram a melhoria de alguns indicadores de endividamento externo por conta disso –, fator importante para a implementação do Plano Real. Já este teve sucesso no controle inflacionário, entretanto, após um pequeno *boom* inicial, ficou evidente que a economia tinha dificuldades de competitividade, sobretudo pelo câmbio sobrevalorizado. Nesse cenário, observou-se uma massiva importação de bens e serviços, redundando na ampliação do déficit das transações correntes, financiados pela entrada de capitais estrangeiros. Essa combinação deteriorou os indicadores de endividamento externo e culminou na mudança de política econômica em 1999.

De acordo com os dados apresentados sobre os fatores que levaram à variação da PII no período, chega-se à conclusão de que a redução da absorção em relação à produção doméstica serviu apenas para amenizar o aumento do endividamento externo no início da década – entre 1990 e 1995 a PII não varia muito. Entretanto, após o Plano Real se observa uma grande elevação do passivo externo líquido, tendo como resultado no período 1990-2000 uma elevação de US\$ 124 bilhões da PII, causado principalmente pelas rendas líquidas enviadas ao exterior (esse fator representou 114% da variação da PII), corroborando a hipótese levantada nesse trabalho de que o efeito “despoupança” (gerado pelas rendas líquidas enviadas ao exterior) deve ser melhor

qualificado nas análises referentes aos desequilíbrios observados nos balanços de pagamentos dos países e, portanto, sobre a vulnerabilidade externa sob a ótica financeira.

Dessa maneira, pode-se concluir sobre a incapacidade de a economia brasileira gerar fluxos para resolver uma crise de estoques. O artigo mostra que o expressivo aumento do passivo externo líquido teve no efeito circularidade entre as rendas líquidas enviadas e a PII o seu principal determinante. Foram apresentados elementos suficientes, por meio de diversos indicadores de endividamento externo, para se concluir que a vulnerabilidade externa da economia brasileira se deteriorou após o Plano Real, ou seja, a estratégia de maior abertura comercial e financeira não trouxe um dinamismo econômico e ainda ampliou os problemas de vulnerabilidade externa.

Referências Bibliográficas

- ARAUJO, M. S. *Estimativa dos Ganhos de Detenção Nominais de ativos financeiros: uma aplicação para as estatísticas de Balanço de Pagamentos e de Posição Internacional de Investimento*. In: IBGE. II Encontro Nacional de Produtores e Usuários de Informações Sociais, Econômicas e Territoriais, 2006.
- _____. *Estatísticas do Setor Externo*. In: FEIJÓ, C.A. (et al.), *Para Entender a Conjuntura Econômica*. Barueri: Manoele, 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <www.bcb.gov.br>
- BATISTA JR., Paulo Nogueira. “O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina”. *Estudos Avançados*, 10 (20), 1996, p. 127-197
- BIANCARELLI, A. M. *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. Tese de doutoramento, IE/Unicamp, 2007.
- BOVESPA (2018). Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/
- CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp, IE-UNICAMP, 2002.
- _____. *Globalização e inconvertibilidade monetária*. *Revista de Economia Política*, vol. 28, nº 4 (112), pp. 539-556, outubro-dezembro/2008.
- _____. “Globalização financeira e inserção periférica”. *Economia e sociedade*. Campinas, (13), dez. 1999, p. 57-92.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo. “Suave fracasso: A política macroeconômica brasileira entre 1999 e 2005”. *Novos Estudos*, 73, novembro, p. 39-56, 2005.
- CRUZ, P.D. *Endividamento Externo e Transferência de Recursos Reais ao Exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta*. *Nova Economia*, vol. 4, n. 1, agosto 1995.
- _____. “Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra”. *Revista Economia e Sociedade*, v. 3, n. 3, dez/1994.
- CYSNE, R. P. *Passivo Externo Líquido Versus Dívida Externa Líquida*, 2008. Disponível em: <www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS_E_REPORTAGENS_DE_POL_EC_ON/Artigos_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf>. Acesso em 16 de novembro, 2009.
- DE CONTI, B. M. *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. Tese de doutoramento, IE/Unicamp e CEPN/Universidade Paris 13.
- DUMÉNIL, G. & LÉVY, D. *O Neoliberalismo sob a Hegemonia Norte Americana*. In: CHESNAIS, F. (Org.), *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005.
- FIORI, José Luís (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis, Vozes, 1999.
- FMI. *Quadro de Avaliação da Qualidade dos Dados Das Estatísticas da Dívida Externa*. Departamento de Estatística. Julho de 2003.

- GARCIA, M.G.P. *Vulnerabilidade externa e deficiência de poupança interna*, 2001. Disponível em: <<http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/vulnerabilidade.PDF> >
- GONÇALVES, R. Capítulo V. In: GONÇALVES, R (et al.) *A Nova Economia Internacional: Uma Perspectiva Brasileira*. São Paulo: Campus, 1998.
- HERMANN, Jennifer. *Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990*. Tese de doutorado. Instituto de Economia da UFRJ, Rio de Janeiro, 2002.
- MACEDO E SILVA, A.C. & DOS SANTOS, C.H. *Além do curto prazo? Explorando os nexos entre a teoria pós keynesiana e a macrodinâmica de fluxos e estoques*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 141, abr. 2008.
- MARÇAL, Lorena Hakak. *A renegociação da dívida externa brasileira nos moldes do Plano Brady*. Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, São Paulo, 2000.
- MARGARIDO, Sérgio Pavan. *Fluxos de capitais para a economia brasileira na primeira metade da década de 90: Construção de novos vínculos financeiros externos e emergência de novos riscos*. Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, São Paulo, 1997.
- MIRANDA, J.C. *Dinâmica financeira e política macroeconômica*. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (Org.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, p. 15-24, 1997.
- SIMONSEN, M.H. e CYSNE, R.P. *Macroeconomia*, 3^a ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2007.
- WESTPHAL, Andres Cristian Machuca. *Crises cambiais x fundamentos macroeconômicos: a experiência brasileira sob o regime de câmbio flutuante (1999-2002)*. Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, São Paulo, 2005