

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**VULNERABILIDADE EXTERNA NO BRASIL:
UMA ABORDAGEM PATRIMONIAL**

Guilherme Cardoso Federico
Nº de matrícula 0212492

Orientador: Marcio Magalhães Janot

Novembro de 2005

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

Agradecimentos

Ao meu orientador, Marcio Janot pela inspiração, confiança e direção que tem me dado, e também pelos “puxões de orelha”.

Aos meus pais e a toda minha família, pelo amor incondicional em todos os momentos da minha vida.

Aos meus amigos do Curso de Economia, Eduardo Bevilaqua, Leonardo Fonseca e Rodrigo Eboli, pelo grato convívio durante esses anos, e também ao meu querido amigo, Gabriel Goulart, por todo o apoio que tem me dado.

Aos demais professores da Puc-Rio que participaram da minha formação como economista.

1.Introdução _____	5
2. Um panorama da economia brasileira no período recente _____	6
2.1 A Evolução Dívida Pública _____	13
2.2 O Sistema Financeiro Nacional _____	15
3. O Balance Sheet Approach _____	17
3.1. Aplicação do BSA ao Brasil _____	21
4. Fluxos de Capitais _____	34
5. Conclusões _____	38
Anexo _____	40
Referências Bibliográficas _____	49

1.Introdução

O cerne deste trabalho está na aplicação da abordagem patrimonial de crises financeiras e de balanço de pagamentos à economia brasileira no período 2001-2004. Conhecido na literatura econômica recente como *Balance Sheet Approach (BSA)*, este arcabouço teórico enfatiza, diferentemente dos indicadores usuais de fluxo (*early-warning*), a importância de uma análise dos estoques de ativos e passivos dos principais setores de uma economia estilizada. O estudo da composição dos estoques de ativos e passivos em moeda estrangeira, bem como suas ligações intersetoriais, fornece um diagnóstico de como possíveis debilidades patrimoniais possam originar e propagar as crises financeiras dos dias atuais. Este *framework* também atenta para as debilidades criadas por dívidas entre residentes e não-residentes, e ajuda a explicar os transbordamentos dos problemas de um setor para outro, o que, eventualmente, pode culminar em crises de balanço de pagamentos.

Esta monografia está organizada em quatro capítulos, além desta introdução. No segundo capítulo é feita uma breve resenha conjuntural da economia brasileira a partir da estabilização da economia em 1994, com destaque para os anos de 1998 até 2004. Incluem-se duas subseções neste capítulo: uma sobre a evolução da dívida pública e outra sobre o sistema financeiro nacional. No terceiro capítulo, apresento o arcabouço teórico do BSA e busco delinear as características dos setores estudados que servirão de subsídio para uma aplicação empírica do BSA ao Brasil, que é feita através da construção de matrizes intersetoriais das posições de ativos e passivos em moeda estrangeira entre os setores nacionais e o resto do mundo. O quarto capítulo complementa o estudo patrimonial do BSA com uma análise dos fluxos de capitais da conta financeira e de capital do balanço de pagamentos brasileiro.

As conclusões deste trabalho, demonstradas no quinto e último capítulo, sugerem sérios descasamentos patrimoniais para o setor governamental, principalmente a curto prazo, nos de 2001 e 2002, e uma notável reversão destas vulnerabilidades no biênio seguinte. Quanto ao setor privado, as exposições patrimoniais permaneceram reduzidas, fato em grande parte explicado por limitações normativas e pela oferta de *hedge* por parte do governo. Ao final do período estudado, o país como um todo apresentava sólida resiliência patrimonial, em moeda estrangeira, a choques externos.

O anexo é destinado à apresentação dos gráficos citados ao longo do texto, e por fim, são relacionadas as referências bibliográficas utilizadas na elaboração do mesmo.

2. Um panorama da economia brasileira no período recente

Com a introdução do Plano Real em 1994, os esforços de consolidação da estabilidade econômica passaram a ocupar grande parte da agenda dos gestores públicos ao longo da última década. Logo no primeiro ano do mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, 1995, estávamos diante do primeiro de uma série de choques que iriam se abater sobre a economia brasileira. Um claro superaquecimento¹ da atividade econômica minava a credibilidade plano anti-inflacionário, e a eclosão da crise do México, em dezembro de 1994, colocava sob pressão o nosso regime de câmbio controlado². A reação das autoridades veio no mês de março, quando foram elevados dos juros básicos e anunciada uma desvalorização controlada da taxa de câmbio, da ordem de 6%³. Estas medidas foram ajudadas pela recuperação da situação de liquidez dos mercados financeiros internacionais, e pelo arrefecimento da crise mexicana.

As duas grandes vantagens da âncora cambial num processo de estabilização econômica, amplamente conhecidas na literatura econômica⁴, tiveram um papel importante nos primeiros anos após a estabilização. São elas: eliminar o viés inflacionário (*inflation bias*) remanescente do período inflacionário e conferir credibilidade à política monetária no novo cenário. Entretanto, a falta de competitividade externa, acenava como um efeito colateral do câmbio sobrevalorizado pós-estabilização. Os sucessivos déficits em conta corrente, aliados a uma fraca performance fiscal constituíam um cenário de crescente dependência dos capitais externos. Dornbusch (1997), já alertava para apreciação da nossa taxa de câmbio real, e enxergava uma incompletude na estabilização brasileira, pois a expansão do PIB (Produto Interno Bruto) não era acompanhada por elevações proporcionais das taxas de investimento e poupança, que permaneciam baixas (o investimento representava 16% do PIB em 1997). O resultado fiscal iniciara uma clara tendência deficitária logo após a implementação do Plano Real, e resultado primário do setor público consolidado (diferença entre arrecadação total menos a despesa total, excluindo os gastos com os juros da dívida) que era positivo em 5,6% do PIB em 1994, reverteu-se em déficit de 1,0% do PIB em 1997.

1. No quarto trimestre de 1994, o PIB cresceu 11% em relação ao semestre anterior.

2. De junho de 1994 a abril de 1995, nossas reservas internacionais sofreram uma diminuição de US\$ 11 bilhões de dólares.

3. Ver Giambiagi et. Al. (2005)

4. Ver Frankel, J. (1999).

Abreu e Werneck (2005) destacam uma persistente ambivalência nas opções de condução da política econômica, desde o início do primeiro mandato do presidente Fernando Henrique. Segundo os autores, havia uma clara divisão entre o grupo dos “desevolvimentistas” e o dos *policy makers* do Ministério da Fazenda e do Banco Central. O primeiro dava prioridade imediata ao crescimento, defendia a flexibilização do controle da inflação e uma taxa de câmbio desvalorizada como forma de alavancar as exportações. O segundo grupo tinha em mente a consolidação do controle inflacionário (manutenção da âncora cambial), aliado ao fortalecimento da disciplina fiscal e monetária.

A dívida pública como proporção do PIB crescia, ano após ano, com a significativa deterioração do resultado primário (este só deixou de ser negativo no início de 1998⁵), e com as altas taxas de juros⁶ praticadas. O difícil ajuste fiscal pôde ser postergado enquanto a oferta de financiamento ao endividamento externo esteve presente. Porém, essa oferta começou a se retrair com a sucessão de crises financeiras que marcaram o conturbado cenário dos mercados financeiros globais no biênio 1997-1998.

A crise da asiática, iniciada na Tailândia em julho de 1997 e de rápido contágio para outras economias da região (Filipinas, Malásia, Coreia do Sul, Cingapura, Taiwan, Hong Kong), juntamente as repercussões da moratória russa, em agosto de 1998, e da “quebra” do *hedge fund* americano, *Long Term Capital Management* (LTCM), suscitaram fortes dúvidas sobre a solidez de algumas instituições financeiras internacionais de grande porte⁷, aumentando a aversão ao risco entre os participantes do mercados financeiros internacionais. Paralelamente, projeções desanimadoras sobre o desempenho da economia americana começam a vir à tona, o que exigiu uma reação rápida do Federal Reserve (Banco Central dos Estados Unidos), sancionada por dois cortes de 25 pontos-base na taxa de juros básica americana, em outubro e novembro⁸ de 1998.

Um novo aumento das taxas de juros praticadas pelo Brasil acenava como um possível incentivo perverso, pois a deterioração do déficit público poderia engatilhar uma dinâmica insustentável da dívida pública, o que culminaria num *default*. Como consequência, ocorreram grandes saídas de capitais do Brasil, colocando a âncora

5. Ver Figura 2.5, pág. 42.

6. Ver Figura 2.8, pág. 43.

7. Ver ata da 29ª reunião do Copom, realizada em 07/10/1998.

8. O primeiro corte foi através de uma reunião extraordinária, em 15 de outubro de 1998.

cambial sob pressão. Havia um temor crescente de que o mesmo desfecho da crise russa se repetisse num debacle do Brasil⁹, o que, dado tal contexto, poderia ter efeitos danosos para as economias centrais.

O presidente Cardoso veio a público reafirmar a necessidade de um amplo ajuste fiscal, que seria posto em prática no novo mandato, e o ministro da Fazenda, Pedro Malan, iniciou um *road show* a fim de restabelecer a confiança da comunidade financeira internacional no Brasil e manter as linhas de crédito externo. No dia 13 novembro, foi anunciado um pacote de ajuda externa do FMI¹⁰ e de organizações multilaterais, de US\$ 41,5 bilhões (US\$18 bilhões do FMI, US\$ 9 bilhões do Banco Mundial e do Banco Interamericano de Desenvolvimento, e US\$14,5 bilhões dos países do G7). O avanço do ajuste fiscal¹¹ aparecia como condição primordial para o sucesso do acordo, e a preservação do regime cambial de *crawling peg* como a estratégia de política para enfrentar o momento de turbulência, sem colocar em risco a estabilidade da economia.

Em dezembro, logo após a aprovação do pacote de ajuda ao país, o congresso rejeitou uma medida para a implementação do esforço fiscal: a cobrança de contribuição previdenciária dos servidores públicos inativos¹². Poucas semanas depois, no início de janeiro de 1999, o Governo do Estado de Minas Gerais, que havia assumido poucos dias antes, decretou um *default* temporário da sua dívida com o Governo Federal. Embora o efeito fiscal desta última medida fosse praticamente neutro, já que o Governo Federal dispunha de mecanismos para se ressarcir, (mediante o corte das transferências feitas regularmente para o Estado) o impacto conjugado das duas medidas foi drástico.

A perda de reservas tornou-se significativa¹³, e foram anunciada a substituição do presidente do Banco Central (entrava Francisco Lopes no lugar de Gustavo Franco) e a adoção de um novo sistema de bandas cambiais¹⁴ (a banda diagonal endógena), que na prática, implicava uma desvalorização. A banda diagonal endógena visava evitar sobressaltos na desvalorização da taxa de câmbio. Conforme esta atingisse um dos limites, o Banco Central atuaria no mercado de câmbio, de modo a trazê-la de volta a banda. A cada três dias uma nova banda seria redefinida com limites, superior e inferior,

9. “The discussions about Brazil were based on the idea that it was probably the last case before the collapse of the system”, Jean Lamiere, representante da França no G7.

10. Aprovado pelo FMI em 2 de dezembro de 1998.

11. Ver Memorando de Entendimentos Técnicos, 8 de dezembro de 1998.

12. Ver Giambiagi et al. (2005).

13. As reservas internacionais, de acordo com o conceito Liquidez Internacional, sofreram uma redução de US\$ 11 bilhões, de dezembro de 98 a março de 99.

14. Comunicado 6.560 do Banco Central do Brasil.

maiores que os da anterior. Entretanto, o aumento do limite superior era proporcionalmente maior que o do inferior, dando maior amplitude à nova banda, o que na concepção de seus formuladores¹⁵ permitiria uma transição paulatina para um regime de taxas flutuantes. A banda estabelecida inicialmente compreendia o intervalo [1,20 ; 1,32]. A introdução desse novo mecanismo foi mal recebida, e tida como de entendimento confuso pelos participantes do mercado financeiro (o índice Ibovespa da Bolsa de Valores de São Paulo caiu 7,6%, em 12 de janeiro¹⁶).

O novo sistema durou apenas dois dias. A taxa de câmbio extrapolou o teto da banda (a taxa atingiu US\$/R\$ 1,46). O Banco Central anunciou¹⁷, na sexta-feira, 15 de janeiro, que não atuaria na defesa da banda neste dia, e logo na segunda-feira, 18 de janeiro de 1999 comunicou¹⁸ que deixaria o mercado interbancário definir a taxa de câmbio. Era o início do regime de câmbio flutuante.

A tentativa fracassada da banda diagonal, a transição forçada para o novo regime, e as conseqüências ainda obscuras desse novo passo, colocaram em cheque a relação do Brasil com o FMI, que ameaça suspender a ajuda recém-aprovada¹⁹.

A taxa de juros (Selic) foi elevada para perto dos 40% a.a. no início de fevereiro, e foi apresentado um novo presidente para o BC, Armínio Fraga Neto (um economista de renome, com passagem por *Wall Street*), ajudando a acalmar o mercado financeiro e diminuir as pressões sobre a nossa moeda²⁰. As bases do acordo com o FMI foram refeitas, e foi firmado um acordo informal com os bancos internacionais para que se mantivessem as linhas crédito interbancário ao país (o nível de exposição²¹ ao Brasil já estava reduzido nesta época).

A nova diretoria assumiu o Banco Central em 4 de março, e promoveu um novo aumento²² na taxa de juros básica. Paralelamente iniciaram-se os estudos para a implementação de um novo instrumento de política econômica: o Regime de Metas para

15. A disputa que rachou a equipe do Real, *Jornal Valor Econômico* 29/07/2005.

16. Ver Figura 2.10, página 44.

17. Comunicado 6.563 do Banco Central do Brasil.

18. Comunicado 6.565 do Banco Central do Brasil.

19. Blustein (2003) transcreve de forma clara o descontentamento dos dirigentes do FMI com esse arranjo da política monetária: “What you’re proposing won’t work, Fischer told Lopes.” Controlled devaluations like these had been tried amid in countries as diverse as Mexico and Russia, and the markets had quickly concluded—correctly—that the authorities wouldn’t be able to hold the line at just one devaluation. The Real will blown through its bands”, argumentou Stanley Fischer.

20. O Real valorizou-se 8% no dia 2 de fevereiro de 1999.

21. Ver Roubini, N.; Setser, B. (2004).

22. A taxa Selic anualizada efetiva foi de 38,9% e 43,3% nos meses de fevereiro e março, respectivamente.

a Inflação (*Inflation Targeting*), apresentado em junho²³ do mesmo ano. Ao contrário de outros países emergentes que passaram por crises cambiais nos anos 90, a economia brasileira não apresentou um desempenho negativo no ano de 1999. O crescimento do PIB²⁴ foi ligeiramente positivo (0,79%). A dívida líquida²⁵ do setor público consolidado aumentou consideravelmente, de 41,71% do PIB, em dezembro 98, para 48,68% em dezembro de 1999.

Com o fim dos desdobramentos da crise de 1999, iniciamos o ano de 2000 com expansão da atividade econômica (a produção industrial que havia decrescido 0,7% em 1999, cresceu 6,5% em 2000), e com a taxa de câmbio nominal média mensal dentro de um intervalo comportado [1.74;1.84] de janeiro a setembro de 2000, refletindo uma baixa volatilidade para um regime flutuante inaugurado há poucos meses. A consolidação de medidas fiscais responsáveis foi posta em prática, com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal²⁶ (LRF) pelo congresso. A LRF estabeleceu, entre seus inúmeros dispositivos, limites para os gastos correntes e para o nível de endividamento dos estados, além de prever sanções no caso de descumprimento das regras²⁷.

A geração de superávits primários, iniciada em 1998, teve ênfase na arrecadação, principalmente via a introdução de novos tributos na forma de contribuições (CPMF, Cofins, etc.), que por um lado não estão sujeitos a repasses para os estados, o que permite uma maior margem de manobra na condução da política fiscal, mas que por outro, acentuam os efeitos distorcivos (“tributação em cascata”) na alocação de recursos da economia. Pelo lado da despesa, os gastos públicos permanecem altos, e as reformas do sistema de previdência social não foram suficientemente profundas. Com isso, os cortes necessários ao alcance das metas de superávit primário foram feitos, em sua grande maioria, via redução nos gastos discricionário e redução dos investimentos públicos em infra-estrutura, o que aumenta o grau de ceticismo quanto à qualidade e a continuidade do ajuste fiscal²⁸.

O Brasil, que havia crescido 4,4% em 2000, com uma inflação de 6%, (exatamente o centro da meta perseguida pelo BC) começou a experimentar, em meados de 2001, uma desaceleração da atividade econômica. As restrições internas pelo lado da oferta (falta de investimentos no setor energético), e as conseqüências da piora

23. Decreto 3.088, em 21 de junho de 1999.

24. Ver Figura 2.1, página 40.

25. Ver Figura 2.2, página 40.

26. Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000.

27. Ver Giambiagi e Além (2000).

28. Ver Giavazzi, Goldfajn e Herrera (2005).

do cenário internacional (desaquecimento da economia global, atentados ao *World Trade Center*, e o colapso do *currency board* argentino²⁹) marcaram o panorama³⁰ econômico ao longo do ano. Em setembro, buscamos a prorrogação, pelo prazo de um ano, do acordo firmado junto ao FMI em 1998, e contamos com um suporte adicional de US\$ 15 bilhões. Encerramos o ano com um crescimento real do PIB de 1,31% e com uma inflação anual de 7,7%.

O ano de 2002 foi marcado por fortes pressões sobre a taxa de câmbio, que se depreciou 53%, em termos nominais. Houve uma acentuada deterioração das expectativas quanto à trajetória da dívida pública interna, contemplada pelas reduções nas classificações de risco promovidas pelas agências de *rating* internacionais, e pelas previsões pessimistas dos analistas internacionais, a partir de meados de abril. Passou-se a cogitar também a possibilidade de uma moratória da dívida³¹ externa.

Um acordo de US\$ 30 bilhões foi assinado com o FMI, e os principais candidatos à presidência assumiram um compromisso³² público de manutenção da linha-mestra da política econômica (responsabilidade fiscal, metas para a inflação e câmbio flutuante), e de não recorrerem à quebra de contratos ou a expedientes inflacionários.

Entretanto, as dubiedades enxergadas pelo mercado financeiro, quanto ao real comprometimento do partido de oposição líder nas pesquisas (PT) com a manutenção das bases da política econômica, refletiram-se numa piora aguda indicadores financeiros. Em 27 de setembro, diante da possibilidade concreta do candidato de oposição, Luiz Inácio Lula da Silva, vencer a eleição presidencial, o risco-país (medido pelo EMBI+³³) atingiu a sua máxima histórica, 2.436 pontos-base. Alguns analistas já cogitavam³⁴ a necessidade de uma revisão do acordo com o FMI que contemplasse um aporte adicional de recursos. Em 30 de setembro de 2002, o principal título da dívida

29. O PIB argentino decresceu 4,4% em 2001 e 10,9% em 2002, em termos reais.

30. A economia dos EUA cresceu apenas 0,8% em 2001, contra 3,7% em 2000, e Zona do Euro 1,6% em 2001, contra 3,6% em 2000.

31. Em entrevista ao jornal britânico *Financial Times*, em 1º de julho de 2002, o diretor-gerente do Fundo Monetário Internacional (FMI), Horst Koehler, afirmou que existia o risco de um “cenário de pesadelo” para os mercados, fruto da fragilidade das maiores economias do mundo e de defaults em países emergentes, ele citou o Brasil e a Turquia como países que poderiam caminhar para uma moratória.

32. A reunião inédita entre os principais candidatos e o então presidente, Fernando Henrique Cardoso, foi realizada em 19 de agosto de 2002, e foi seguida de um pronunciamento do presidente, reafirmando o comprometimento dos candidatos com a manutenção da estabilidade econômica.

33. O Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) é um índice, medido pelo banco JP Morgan, que mostra o desempenho dos títulos bradiés de países emergentes. É uma carteira teórica, podendo ser expressa como índice de retorno do spread de risco, que mostra o prêmio adicional pago pela carteira de títulos sobre os títulos do tesouro americano de prazo equivalente.

34. Segundo o especialista-chefe em dívida soberana da *Standard & Poors*, David Beers, se o desempenho dos mercados continuassem fracos, mesmo depois das eleições, “o FMI seria pressionado a dar financiamentos adicionais”.

externa brasileira na época, o *C-Bond*, era negociado a 0,48% do valor de face, e em 22 de outubro, a taxa de câmbio atingiu a cotação de R\$/US\$ 3,95³⁵.

Após as eleições, a sinalização de continuidade da política fiscal austera³⁶ e da manutenção do sistema de metas para inflação, dada pelo então candidato eleito (Lula), resultou em uma tendência de apreciação do Real, com a taxa de câmbio fechando o ano em R\$/US\$ 3,53.

Em 2003, o fim das incertezas decorrentes do processo eleitoral brasileiro associado à queda da aversão ao risco dos investidores internacionais, permitiu um relaxamento da forte restrição de crédito externo. As empresas brasileiras voltaram a captar recursos no mercado financeiro externo³⁷, e a taxa de câmbio apreciou-se 19,8% em termos nominais, encerrando o ano no patamar de R\$/US\$ 2,83.

A rápida aceleração dos índices inflacionários ocorrida no último trimestre 2002³⁸ fez com que o IPCA extrapolasse a meta estabelecida para o mesmo ano³⁹. O presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, em carta⁴⁰ aberta ao ministro da Fazenda, Antonio Palocci, explicitou a magnitude dos choques sofridos pela economia brasileira em 2002, bem como as estimativas da persistência dos mesmos. Logo, a meta para a inflação de 2003 foi redefinida de 4% para 8,5%.

Apesar desta flexibilização de política econômica, a autoridade monetária atuou de forma rígida ao longo de 2003, buscando o retorno da inflação a trajetória de longo prazo⁴¹. A taxa Selic, que havia sido elevada de 18% para 25% nos últimos dois meses do governo anterior, continuou sua trajetória ascendente até os 26,5%, em fevereiro de 2003. O PIB brasileiro não apresentou retração em 2003 (cresceu 0,54%), o que ressalta a importância do ajuste da meta para inflação, e nos diferencia dos países envolvidos em

35. Dólar americano, segmento livre (cotação de venda no fechamento).

36. A meta do superávit primário foi elevada em 0,5% do PIB, de 3,75% para 4,25%,

37. De acordo com Relatório Anual de 2003, do Banco Central do Brasil, a taxa de rolagem de notes e commercial papers saltou de 31%, em 2002 para 138%, em 2003, e a de empréstimos diretos, de 64% para 84%, no mesmo período de comparação.

38. Ver Figura 2.4, pág. 41.

39. A meta estabelecida para a variação do IPCA no ano de 2002 era de 3,5%, com intervalo de tolerância 2 p.p. A inflação verificada no mesmo ano foi de 12,5%.

40. Carta aberta do Presidente do Banco Central ao Ministro de Estado da Fazenda, de 21 de janeiro de 2003.

41. O Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, estabelece no parágrafo único do artigo 4º que, em caso de não cumprimento da meta:

“... o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:

I - descrição detalhada das causas do descumprimento;

II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e

III - o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.”

crises financeiras durante os últimos, que como veremos no próximo capítulo, apresentaram quedas significativas da atividade econômica⁴².

O ano 2004 foi marcado pela recuperação da atividade econômica, com destaque para as exportações que bateram sucessivos recordes, atingindo US\$ 96 bilhões no final do ano (crescimento de 32% em relação ao ano anterior). A autoridade monetária deu prosseguimento à redução gradual das taxas de juros iniciada em junho de 2003, permitindo um reaquecimento da demanda agregada. O crescimento do PIB foi o maior em uma década, 5,2%, e em veio acompanhado de fortalecimento do saldo em transações correntes, que foi positivo em US\$ 11,7 bilhões.

2.1 A Evolução Dívida Pública

A dívida pública líquida total que representava 35,0 % do PIB em janeiro de 1998, evoluiu para o patamar de 51,67% do PIB em dezembro de 2004, tendo atingido o pico de 61,65% PIB em setembro de 2002, no auge da crise da confiança. Por seis anos consecutivos, a dívida pública total, como percentual do PIB cresceu, revertendo essa tendência apenas no último ano.

Quando nos voltamos para os fatores condicionantes da evolução da dívida pública, percebemos que o esforço fiscal primário, iniciado a partir de 1998, através da geração de um superávit primário de médio de 2,98% do PIB de 1998 a 2004, teve um importante papel amenizador da origem fiscal dos aumentos da dívida.

Os ajustes patrimoniais (englobam o reconhecimento de dívidas, os ajustes cambiais e as privatizações) responderam por um custo total de 19,84% do PIB. O reconhecimento de dívidas representou 7,03 % do PIB no período analisado (incluem-se neste item os passivos ocultos ou “esqueletos”, indevidamente não contabilizados pelas estatísticas oficiais da época). Por outro lado, os ingressos relativos ao processo de privatização, principalmente nos setores de telecomunicações e energia, provocaram um efeito redutor total de 4,34% do PIB na dívida estes sete anos. Os ajustes cambiais revelam o impacto das variações da taxa de câmbio no valor da dívida líquida total como proporção do PIB. Este ajustes corrigem a dívida externa e a parcela da dívida interna indexada ao câmbio conforme mudanças na taxa de câmbio. No total, durante os sete anos, esses ajustes impuseram um custo de 17,15% do PIB. Os episódios em que o

42. Segundo estimativas do Banco Central do Brasil, seria necessária uma queda de 7,3% do PIB em 2003 para a convergência à meta para inflação de 4,0%, estabelecida originalmente para o mesmo ano.

Banco Central aumentou a oferta de *hedge* ao setor privado (via emissão de dívida indexada ao câmbio e operações de *swaps* cambiais⁴³), como a desvalorização cambial de janeiro de 1999 e a forte depreciação do Real durante o segundo semestre de 2002, exemplificam essa pressão adicional sobre a dívida pública. Os ajustes cambiais, apenas para os meses de janeiro de 1999 e setembro de 2002, foram de 9,4% e 6,8% do PIB, respectivamente.

Após a crise de 2002, a composição da dívida pública mobiliária interna inicia dinâmica positiva, de clara redução da parcela indexada ao câmbio, e de aumento das participações dos títulos pré-fixados, e em menor medida, dos índices de preços. Entretanto, a parcela indexada a selic (pós-fixada) continua a predominar, o que potencializa os custos fiscais no caso da necessidade de aperto da política monetária, fazendo com que, *ceteris paribus*, aumentem as necessidades de financiamento do setor público (NFSP)⁴⁴.

Ademais, a dívida como proporção do PIB permanece em níveis elevados para um país em desenvolvimento, com histórico um de rompimentos de contratos e que recorrentemente, necessita, como se viu em 2002, reafirmar o seu comprometimento com políticas austeras que dizimem as dúvidas sobre a trajetória de sustentabilidade da dívida, e que impeçam uma consequente retração abrupta dos fluxos de capitais externos para o Brasil⁴⁵. Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) introduzem o conceito chamado *debt intolerance* (intolerância à dívida), idéia de que níveis de endividamento (dívida em relação ao PIB) gerenciáveis em economias desenvolvidas, não mostram-se sustentáveis em países emergentes, pois estes possuem um histórico de episódios de moratórias e reestruturações das dívidas, além uma maior instabilidade macroeconômica (como, por exemplo, fraco desempenho inflacionário). Apesar dos autores se concentrarem na intolerância à dívida externa, eles ressaltam que o mesmo fenômeno parece manifestar-se de forma análoga em relação à dívida interna, já que em uma amostra⁴⁶ de países em desenvolvimento utilizada no estudo original (novamente,

43. A partir de maio de 2002, o Banco Central passou a oferecer *hedge* cambial por meio de *swaps* cambiais, onde ele pagava a variação da taxa de câmbio nominal e recebia a rentabilidade das LFT's (Letras Financeiras do Tesouro - título pós-fixado indexado a taxa Selic), ou seja, ele fazia operações de modo a ficar "vendido em dólar" e "comprado em selic"

44. As NFSP foram, na média, de 4,42% do PIB, de 1998 a 2004.

45. Ver Giavazzi, Goldfajn e Herrera (2005).

46. O endividamento doméstico dos países da amostra sai de um patamar próximo de US\$ 400 bilhões em 1996 e atinge US\$ 800 bilhões em 2001. A amostra utilizada pelos autores inclui: Cazaquistão, México, Ucrânia, Indonésia, Paquistão, Costa Rica, Rússia, Bulgária, Paraguai, El Salvador, Equador, Chile, Peru, Bolívia, Egito, Romênia, Líbano, Turquia, Uruguai, Argentina, Bielo-Rússia, Brasil, Colômbia, e Guatemala.

intolerância a dívida externa), vários deles experimentaram notável crescimento recente do endividamento doméstico, e já aplicaram, ao menos uma vez, um *default* em suas dívidas internas nos últimos vinte e cinco anos.

2.2 O Sistema Financeiro Nacional

Nos anos recentes, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) vem passando por diversas transformações estruturais. Dentro de um ambiente de estabilidade macroeconômica, e o conseqüente desaparecimento dos lucros de *floating*, instituições insolventes foram vendidas ou liquidadas, o setor público reduziu sua participação, e formaram-se grandes conglomerados privados.

O saneamento e o fortalecimento do sistema como um todo (destaque para os programas Proer⁴⁷ e Proes⁴⁸) foram implantados por meio da redução gradual da presença do setor público na atividade bancária⁴⁹, bem como através de transformações societárias no segmento privado, contemplada por uma diminuição do número de instituições⁵⁰ com vistas à capitalização e ao melhoramento da estrutura operacional (ganhos de escala). As aquisições de bancos se deu tanto via programas de desestatização, quanto por compra de participação acionária. Nesse processo, aumentou-se a participação dos bancos estrangeiros, os quais passaram a deter parcela significativa das operações do sistema como um todo (em junho de 2004, o setor estrangeiro era detentor de 21,5 % dos ativos totais e 29,4% do patrimônio líquido do Sistema financeiro Nacional ⁵¹).

A adoção de regras prudenciais seguidas internacionalmente (como os princípios estabelecidos pelo Comitê da Basileia) vem aprimorando os instrumentos de controle preventivo das atividades do sistema financeiro, seja por intermédio de supervisão bancária e limitação de riscos, seja por controles mantidos pelas próprias instituições. O índice de Basileia⁵², que mede a relação entre patrimônio e ativos ponderados pelo

47. Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional.

48. Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária.

49. Destaque para as privatizações do Banco do Estado de São Paulo S.A. (Banespa) e do Banco do Estado do Rio de Janeiro (Banerj).

50. Segundo dados do Banco Central do Brasil, em dezembro de 1997 existiam 190 bancos privados e 27 bancos públicos autorizados a funcionar no país, esse número caiu para 150 e 14, respectivamente, em dezembro de 2003.

51. Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil, novembro de 2004.

52. Conceito definido pelo Comitê da Basileia que recomenda a relação mínima de 8% entre o PR e o total dos ativos ponderados pelo risco, conforme regulamentação em vigor. No Brasil, a relação mínima exigida é de 11% para os bancos.

risco, era de 18,4 % em junho de 2004, ou seja, consideravelmente acima dos 11% estabelecidos como mínimo pelas normas brasileiras, o que mostra capitalização suficiente para fazer face aos riscos inerentes a atividade financeira.

Quanto ao controle do risco cambial, ele é feito com base na aplicação de um fator de risco sobre o nível de exposição (atualmente equivalente a 50% - quanto maior for o fator, maior é o requerimento de capital para cobrir o risco de taxa de câmbio) e pelo limite máximo de exposição cambial (o limite da exposição total em ouro e em ativos e passivo referenciados em variação cambial foi reduzido, em outubro de 2002, de 60% para 30% do PR⁵³) em relação ao patrimônio.

O conceito de exposição cambial atualmente é definido como o total das posições em ativos e em passivos, inclusive derivativos, referenciados em variação cambial e ouro, assumidos pelas instituições financeiras e suas controladoras diretas e indiretas. O cálculo dessa exposição é obtido por meio do somatório, em módulo, das exposições líquidas em cada moeda⁵⁴ (leva-se em conta uma “cesta de moedas” que inclui o Dólar americano, o Euro, a Libra esterlina, o Iene, o Franco suíço, e o ouro). Este cálculo é aplicável a todas as instituições que possuam exposição líquida ao ouro e à taxa de câmbio, superior a 5% do seu capital.

Nos dois episódios de deterioração do cenário externo da economia, (início de 1999 e segundo semestre de 2002) o SFN mostrou-se resiliente ao aumento da volatilidade da taxa de câmbio e não se apresentou ilíquido. As instituições encontraram ampla oferta de títulos públicos indexados a variação cambial e reduziram o descasamento de suas posições cambiais, ou seja, a exposição líquida SFN apresentou uma tendência de queda nesses episódios de alta volatilidade da taxa de câmbio.

53. Ver circular nº 3.156, de 11/02/2002, do Banco Central do Brasil.

54. A exposição líquida em cada moeda é definida pela seguinte fórmula:

$$\text{Exposição líquida} = \sum (\text{posições compradas}) - \sum (\text{posições vendidas} - \text{PLA vendido})$$

O PLA (Patrimônio Líquido Ajustado) vendido é igual a parcela de capital estrangeiro integrante do patrimônio, que as instituições podem considerar como posição vendida. Esse valor é subtraído para demonstrar a real exposição das instituições financeiras.

3. O Balance Sheet Approach

Uma vasta literatura em economia trata das crises cambiais e financeiras há algumas décadas. Até meados dos anos 90, o instrumental analítico era baseado nas chamadas “crises de primeira geração”. Fundamentos macroeconômicos débeis traduziam-se em inconsistências de política econômica (regime câmbio controlado e déficits públicos persistentes, financiados via emissão de moeda), o que induzia à perda de reservas internacionais até um ponto insustentável, culminando no abandono da paridade cambial. Nesta área destacam-se os trabalhos de Krugman (1979)⁵⁵ e de Flood e Garber (1984)⁵⁶. Com a experiência do Sistema Monetário Europeu e o seu debacle em 1992, e a Crise do México em 1994, inaugurava-se os estudos de “segunda geração”. A crise agora, não seria mais engatilhada por uma queda discreta (variação descontínua) nas reservas internacionais, e sim pelo custo de oportunidade (*trade-off*) com que as autoridades constantemente se deparavam entre defender o câmbio administrado ou permitir a flutuação. Nestes modelos, destaque para Obstfeld (1994)⁵⁷ e Drazen e Masson (1994)⁵⁸, insere-se a idéia das profecias auto-realizáveis (*self-fulfilling prophecies*). As dúvidas dos investidores acerca do comprometimento das autoridades com as políticas adotadas aumentam os custos de se prosseguir com tais políticas (no caso, câmbio controlado), e as pressões sobre as reservas recrudescem levando os governos a optarem pela flutuação, o que valida *ex-post* as apostas feitas *ex-ante* pelos agentes. A lógica de coordenação das expectativas dos investidores conduz a possibilidade de situações de equilíbrios múltiplos, ou seja, nem sempre o regime colapsa. Estendendo-se a abordagem de equilíbrios múltiplos à introdução de excesso de endividamento de curto prazo (descasamentos de liquidez) e situações de pânico (corridas bancárias) chegamos aos estudos de “terceira geração”, desenvolvidos após a crise asiática. Os setores privados dos países afetados, especialmente os setores bancários, pela crise asiática possuíam graves descasamentos patrimoniais (*balance sheet mismatches*). A crise asiática também nos indicou a presença de crises cambiais e

55. Krugman, P. (1979): “**A Model of Balance of Payments Crises**”. Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 11, Nº 3, pág.311-325.

56. Flood, R.; Garber, P. (1984): “**Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples**”. Journal of International Economics Vol. 17, pág. 1-13.

57. Obstfeld, M. (1994); “**The Logic of Currency Crises**”. Cahiers Economiques et Monetaire Nº 43, pág.189-213. Banque de France

58. Drazen, A.; Masson, P. (1994): “**Credibility of Policies Versus Credibility of Policy-makers**”. Quaterly Journal of Economics Vol. 109, Nº 3, pág.735-754

bancárias claramente correlacionadas⁵⁹, e de paradas súbitas nos fluxos de capitais externo (*sudden stops*).

A abordagem do BSA surge como um importante instrumental de estudo desses descasamentos, e assim transfere o foco da análise usual de fluxos (como por exemplo, transações em conta corrente e desempenho fiscal do setor público) para o estudo das variáveis de estoque dos balanços dos setores da economia e do país como um todo.

Sob a ótica do BSA, a análise patrimonial de uma economia estilizada se dá através da distinção dos três setores principais. São eles: o setor público consolidado (inclui o banco central e as empresas estatais), o setor financeiro (inclui o setor público financeiro), e o setor corporativo (setor privado não-financeiro). Cada setor possui créditos e débitos, de diferentes maturidades, com os outros setores e com o resto do mundo (não-residentes). Quando consolidamos os balanços do três setores, obtemos o balanço do país como um todo vis-à-vis ao resto do mundo.

O balanço consolidado de um país é uma importante forma de captar a magnitude das vulnerabilidades externas de um país no caso de uma crise. Por outro lado, a vantagem da análise intersetorial é que ela capta também os focos de debilidade dos balanços dos setores apresentados que possam estar invisíveis a nível agregado, além de delinear os possíveis canais transmissão de debilidades de um setor para o outro. Por exemplo, passivos em moeda estrangeira entre o governo e o setor financeiro (como títulos públicos indexados ao dólar) podem minar as reservas do governo e, eventualmente, engatilhar um crise de balanço de pagamentos. A resiliência da economia a choques diversos, incluindo os financeiros, está intimamente ligada à composição dos estoques de ativos e passivos do país, bem como de seus setores principais. Deste exame da capacidade do país de saldar suas obrigações em face da ocorrência de choques, surgem quatro diferentes tipos de risco, que a seguir são detalhados:

- Risco de Maturidade

O risco de maturidade surge no descasamento da estrutura de ativos e passivos do balanço de uma determinada firma ou, para o nosso caso, setor da economia. Tipicamente, passivos apresentam prazos inferiores aos dos ativos, o que implica em

59. Dornbusch (2001): “**A Primer on Emerging Markets Crises**”, NBER Working Paper n° 8236, National Bureau of Economic Research.

dois tipos de risco subjacentes. O riscos de rolagem e o de taxa de juros. No primeiro, o devedor vê-se impossibilitado de refinanciar o pagamento das dívidas vincendas, o que o obriga a saldar essas obrigações em moeda, e no segundo ele defronta-se com mudanças na estrutura de pagamentos (esta pode estar atrelada a taxas de juros flutuantes). Em ambas as situações, ele torna-se incapaz de honrar suas obrigações, pelo simples fato dos passivos de vencimento de curto prazo excederem seus os ativos líquidos .

- Risco de descasamento cambial

O risco de descasamento cambial é causado pela diferença de moedas em que ativo e passivo estão denominados. O patrimônio líquido do setor fica exposto a oscilações da taxa de câmbio. Este problema está mais associado às economias emergentes, já que estas geralmente sofrem do *original sin*⁶⁰ (dificuldade ou impossibilidade de contrair empréstimos em moeda doméstica no mercado externo). Tentativas de um setor de se proteger do risco cambial internamente vão simplesmente transferir os riscos de um setor para outros dentro do país. Por exemplo: Um banco que toma empréstado no exterior e repassa em dólares para as empresas, tecnicamente reduziu sua exposição cambial, mas aumentou seu risco de crédito em caso de desvalorização cambial, caso as empresas não sejam exportadoras ou não tenham ativos cambiais.

- Risco de Estrutura de Capital

O excesso de financiamento por meio dívidas em relação a ações resulta no risco de estrutura de capital. Pagamentos de lucros e dividendos são contingentes no tempo, reduzindo-se em momentos difíceis, enquanto que o serviço da dívida não diminui durante os choques de receita (crises). As crises da Tailândia e da Coréia são bons exemplos dos riscos associados a estruturas de capital inconsistentes. Restrições ao investimento estrangeiro direto, bem como distorções tributárias, induziram a altas taxas de dívida sobre capital (*Debt-to-equity ratio*) nos setores privados destes países. Somando-se a isto, uma baixa capitalização dos bancos, temos um ambiente de

60. O conceito de Original Sin (Pecado Original) surgiu através de uma série de trabalhos iniciada por Eichengreen e Hausmann (1999).

vulnerabilidade latente. A existência de uma “sobra” de capital que pudesse absorver esses choques, juntamente com uma melhor governança corporativa e uma supervisão bancária menos leniente, poderiam evitar as falências ocorridas e as quedas significativas do PIB⁶¹.

- Risco de Solvência

Surge quando os ativos, incluindo o valor presente dos fluxos futuros de receitas, são insuficientes para pagar os passivos, incluindo os contingentes. Logo, o patrimônio líquido é negativo. Todos os demais riscos estão relacionados ao risco de solvência, pois aumentam a chance de que um choque negativo implicar em uma situação de insolvência.

A nível governamental, considera-se a capacidade de geração de superávits primários como o ativo líquido de maior importância. O valor presente dos superávits primários deve ser maior do que o estoque de dívida líquida do setor público. Para o país como um todo, o endividamento externo líquido deve ser menor que o valor presente resultados futuros da conta corrente do balanço de pagamentos. Logo quando se avalia a solvência de um país ou de um governo é razoável que se utilize indicadores que contemplem esses fluxos, como por exemplo, dívida líquida do setor público sobre o PIB ou dívida externa líquida sobre as exportações.

A operacionalidade do BSA se dá por meio da apresentação das informações patrimoniais no formato matricial, que enfatiza ligações intersetoriais dos três setores domésticos e do resto do mundo. A leitura através das linhas nos fornece os estoques de passivos totais (com distinção por maturidade) de cada um dos três setores e do resto do mundo. Para os setores financeiro e corporativo (privado não-financeiro), temos uma linha adicional que indica o capital próprio⁶². As colunas subdividem os totais (última coluna) das posições devedoras em contrapartes credoras, que são os mesmos três setores e o resto do mundo. Logo, temos uma matriz de posições intersetoriais de ativos e passivos de todos os setores e do resto do mundo, exemplificada pela figura abaixo:

61. De acordo com World Economic Outlook 2002, do FMI, as economias da Coreia do Sul e da Tailândia apresentaram contração de 6,7% e 10,5%, respectivamente, no produto interno bruto real para o ano 1998.

62. Para o caso brasileiro, os dados referem-se ao patrimônio líquido do consolidado financeiro do sistema financeiro nacional, e ao valor das empresas listadas na Bovespa.

Matriz de Posições de Ativos e Passivos Intersetoriais - US\$ milhões

DEVEDOR	Setor Público	Setor Financeiro	Setor Privado não Financeiro	Resto do Mundo	Total
Setor Público (Governo e Banco Central)					
Passivos totais em moeda estrangeira					
Curto Prazo					
Longo Prazo					
Setor Financeiro (inclui Bancos Públicos)					
Passivos totais em moeda estrangeira					
Curto Prazo					
Longo Prazo					
Capital Próprio (Aves)					
Setor Privado não Financeiro					
Passivos totais em moeda estrangeira					
Curto Prazo					
Longo Prazo					
Capital Próprio (Aves)					
Resto do Mundo					
Passivos totais em moeda estrangeira					
Curto Prazo					
Longo Prazo					

3.1. Aplicação do BSA ao Brasil

Nesta subseção, apresento uma aplicação do BSA ao Brasil, no período de 2001 a 2004. Este período é particularmente interessante de ser analisado, pois engloba a turbulenta crise de 2002, ano em que o Real sofreu uma depreciação de 53,2% em termos nominais. A construção das matrizes intersetoriais do Brasil foi feita com base nos dados publicados pelo Banco Central do Brasil (boletins anuais e mensais, e as notas econômico-financeiras para imprensa do setor externo, da política fiscal, da política monetária e da dívida mobiliária federal interna). Também foram utilizados dados de estoque de contratos *swap* cambiais negociados na CETIP (Câmara de Custódia e Liquidação). A construção para anos anteriores não foi realizada, em razão da falta de especificação de dados cruciais para a montagem das matrizes, como por exemplo, os dados dos detentores de títulos públicos na carteira própria dos bancos e classificações de contratos de swaps cambiais da CETIP. Todos os números estão mensurados em milhões de dólares e referem-se aos estoques no último dia de cada ano (datas-base). Os dados obtidos em reais foram convertidos em dólar pela taxa de câmbio da data-base (cotação de venda - segmento livre).

Allen et. al. (2002) atentam para a necessidade de uma ampla disponibilidade de dados como pré-requisito para uma análise apurada dos balanços através do BSA. Inúmeros países ainda carecem de uma disseminação de dados oficiais necessários para aplicação do BSA. Esforços incipientes indicam uma certa padronização, como a

compilação da Posição Internacional de Investimentos por uma série de países. Outras medidas em consonância com a Quinta Edição do Manual de Balanço de Pagamentos do FMI vão ao encontro do BSA, mas dificuldades ainda persistem, especialmente na obtenção de dados do setor corporativo.

Com base nas fontes de dados citadas, apresento nas páginas seguintes as matrizes das posições de passivos e ativos intersetoriais em moeda estrangeira para os anos de 2001 até 2004. A compilação inicial dos dados neste formato foi feita pelo meu orientador, e no processo de criação deste trabalho foram incorporadas as devidas informações adicionais para os anos aqui estudados.

Data base: 31/12/01 - Matriz de Posiões de Ativos e Passivos Intersetoriais Brasileira - US\$ mil

DEVEDOR	CREDOR	Setor Público	Setor Financeiro	Setor Privado n.o Financeiro	Resto do Mundo	Total
Setor Público (Governo e Banco Central)						
Passivos totais em moeda estrangeira			15,986	50,243	111,385	177,614
Curto Prazo			7,076	23,123	21,333	51,532
Longo Prazo			8,910	27,121	90,051	126,082
Setor Financeiro (inclui Bancos Públicos)						
Passivos totais em moeda estrangeira		-	46,779	22,814	46,779	69,593
Curto Prazo		-	26,078	14,297	26,078	40,375
Longo Prazo		-	20,700	8,517	20,700	29,217
Capital Próprio (A)es		-	-	-	-	101,388
Setor Privado n.o Financeiro						
Passivos totais em moeda estrangeira			9,616	82,605	82,605	92,220
Curto Prazo		-	6,923	28,509	28,509	35,432
Longo Prazo		-	2,692	54,096	54,096	56,788
Capital Próprio (A)es		-	-	-	-	185,400
Resto do Mundo						
Passivos totais em moeda estrangeira*		35,866	17,370	3,050		56,286
Curto Prazo		35,866	17,370	3,050		56,286
Longo Prazo		-	-	-		-

Memo:	
D'vida Externa L'quida/IED imobilizado	2.25

Data base: 31/12/02 - Matriz de Posiões de Ativos e Passivos Intersetoriais Brasileira - US\$ mil>es

DEVEDOR	CREADOR	Setor Público	Setor Financeiro	Setor Privado n<o Financeiro	Resto do Mundo	Total
Setor Público (Governo e Banco Central)						
Passivos Totais em moeda estrangeira			32,621	28,726	122,339	183,686
Curto Prazo			16,758	10,120	30,829	57,707
Longo Prazo			15,863	18,606	91,510	125,978
Setor Financeiro (inclui Bancos Públicos)						
Passivos Totais em moeda estrangeira		-		17,739	37,441	55,180
Curto Prazo		-		10,959	21,070	32,029
Longo Prazo		-		6,780	16,370	23,150
Capital Pr—prio (A>es)		-		-		74,211
Setor Privado n<o Financeiro						
Passivos Totais em moeda estrangeira		-	4,137		76,242	80,379
Curto Prazo		-	2,227		14,465	16,691
Longo Prazo		-	1,911		61,777	63,688
Capital Pr—prio (A>es)		-	-		-	124,000
Resto do Mundo						
Passivos Totais em moeda estrangeira		37,823	12,729	2,958		53,510
Curto Prazo		37,823	6,198	2,958		46,979
Longo Prazo			6,532			6,532

Memo:	
D'vida Externa L'quida/IED imobilizado	3.55

Data base: 31/12/03 - Matriz de Posições de Ativos e Passivos Intersetoriais Brasileira - US\$ mil>es

DEVEDOR	CREDOR	Setor Público	Setor Financeiro	S. Privado não Financeiro	Resto do Mundo	Total
Setor Público (Governos e Banco Central)						
Passivos Totais em moeda estrangeira			33,714	21,294	128,768	183,776
Curto Prazo			17,857	10,204	25,249	53,310
Longo Prazo			15,857	11,090	103,519	130,466
Setor Financeiro (inclui Bancos Públicos)						
Passivos Totais em moeda estrangeira				15,553	35,810	51,362
Curto Prazo		-		10,637	21,270	31,907
Longo Prazo		-		4,916	14,540	19,456
Capital Pr—prio (A>es)		-		-		112,695
Setor Privado não Financeiro						
Passivos Totais em moeda estrangeira			4,600		76,286	80,886
Curto Prazo		-	2,792		32,684	35,476
Longo Prazo		-	1,808		43,602	45,410
Capital Pr—prio (A>es)		-	-			234,200
Resto do Mundo						
Passivos Totais em moeda estrangeira		49,296	15,277	2,915		67,488
Curto Prazo		49,296	1,999	2,915		54,210
Longo Prazo			13,278			13,278

Memo:

D'vida Externa Líquida/IED imobilizado	1.94
--	------

Data base: 31/12/04 - Matriz de Posições de Ativos e Passivos Intersetoriais Brasileira - US\$ milhes

DEVEDOR	CREDOR	Setor Público	Setor Financeiro	S. Privado não Financeiro	Resto do Mundo	Total
Setor Público (Governos e Banco Central)						
Passivos Totais em moeda estrangeira			18,099	11,360	123,411	152,870
Curto Prazo			9,240	3,959	25,803	39,002
Longo Prazo			8,860	7,402	97,608	113,869
Setor Financeiro (inclui Bancos Públicos)						
Passivos Totais em moeda estrangeira		-		11,032	33,017	44,049
Curto Prazo		-		7,018	20,647	27,666
Longo Prazo		-		4,014	12,370	16,384
Capital Próprio (Ações)		-		-	-	136,598
Setor Privado não Financeiro						
Passivos Totais em moeda estrangeira		-	5,495		67,089	72,584
Curto Prazo		-	1,641		26,724	28,365
Longo Prazo		-	3,854		40,365	44,219
Capital Próprio (Ações)		-	-		-	340,900
Resto do Mundo						
Passivos Totais em moeda estrangeira		52,935	24,171	2,597		79,703
Curto Prazo (moeda estrangeira)		52,935	11,006	2,597		66,538
Longo Prazo (em moeda estrangeira)		-	13,165			13,165

Memo:	
Dívida Externa Líquida/IED imobilizado	1.50

Apresentadas as matrizes, busco analisar os focos de vulnerabilidade externa neste quadriênio, no que tange às categorias de riscos patrimoniais delineadas à luz do BSA.

Num primeiro cenário, busca-se apurar o descasamento de maturidade de curto prazo em uma situação hipotética de extrema escassez de fluxos de capitais externos, na qual supomos que todas as obrigações em moeda estrangeira de curto prazo dos três setores devam ser pagas (não se considera a possibilidade de rolagem dos passivos ou de captações externas), e que somente os ativos em moeda estrangeira de curto prazo sejam líquidos. Abaixo, temos as tabelas que retratam esse cenário:

Necessidades Potenciais de Financiamento de curto prazo

(Em US\$ bilhões)

2001	Setor Público	Setor Financ.	Setor Corp.	Total do Pa's
Ativos Líquidos	35.9	25.2	26.2	87.2
Passivos de curto prazo	51.5	26.1	29.2	106.8
Descasamento cambial de curto prazo	-15.7	-0.9	-3.1	-19.6
Incluindo Swaps	-15.7	-9.0	5.0	-19.6
Excluindo FMI (-8,3)	-24.0	-	-	-28.0

2002	Setor Público	Setor Financ.	Setor Corp.	Total do Pa's
Ativos Líquidos	37.8	8.8	13.1	59.7
Passivos de curto prazo	43.1	21.1	14.9	79.1
Descasamento cambial de curto prazo	-5.3	-12.3	-1.8	-19.4
Incluindo Swaps	-19.9	-6.8	7.3	-19.4
Excluindo FMI (-20,8)	-40.7	-	-	-40.2

2003	Setor Público	Setor Financ.	Setor Corp.	Total do Pa's
Ativos Líquidos	49.3	4.7	13.2	67.2
Passivos de curto prazo	37.4	21.3	33.5	92.2
Descasamento cambial de curto prazo	11.9	-16.6	-20.3	-25.0
Incluindo Swaps	-4.0	-9.3	-11.7	-25.0
Excluindo FMI (-28,3)	-32.3	-	-	-53.2

2004	Setor Público	Setor Financ.	Setor Corp.	Total do Pa's
Ativos Líquidos	52.9	11.9	6.6	71.4
Passivos de curto prazo	30.6	20.7	26.8	78.0
Descasamento cambial de curto prazo	22.3	-8.8	-20.2	-6.6
Incluindo Swaps	13.9	-5.8	-14.8	-6.6
Excluindo FMI (- 24.9)	-11.0	-	-	-31.6

Podemos observar que os descasamentos, a curto prazo, do setor público em moeda estrangeira nos dois primeiros anos são negativos, e da ordem de US\$ 15,7 bilhões e 19.9 bilhões, respectivamente. Estes valores representavam a necessidade de financiamento potencial a curto prazo em moeda estrangeira do balanço do setor público brasileiro. Na hipótese de inexistência dos acordos com o FMI, a situação é

ainda mais adversa, e o descasamento sobe para US\$ 24.0 e US\$ 40.7 bilhões nos mesmos anos, o que enfatiza a importância de tais acordos como provedores de liquidez ao balanço do governo.

Olhemos agora, o descasamento de maturidade a curto prazo em uma situação onde instrumentos de captação externa e de refinanciamento estão disponíveis ao setor privado. Através da aplicação das taxas de rolagem efetivas da dívida externa do setor privado sobre os passivos deste setor, vencidos a curto prazo no final de 2002, temos uma medida mais apurada das obrigações a serem saldadas a curto prazo, e portanto, das condições de financiamento às empresas brasileiras nos mercados internacionais. Cabe aqui definir que a taxa de rolagem da dívida externa do setor privado reflete os desembolsos em relação às amortizações, de bônus, *notes*, *commercial papers* e empréstimos diretos, e portanto podem envolver decisões internas das empresas brasileiras de resgatar voluntariamente suas dívidas externas ou não realizar novos desembolsos, mesmo em cenários de alta liquidez internacional.

Necessidades Potenciais de Financiamento a curto prazo em 2002.

(com taxa efetiva de rolagem)

2002	Setor Público	Setor Financ.	Setor Corp.	Total do Pa's
Ativos Líquidos	37.8	8.8	13.1	59.7
Passivos de curto prazo	43.1	12.0	8.5	63.6
Descasamento cambial de curto prazo	-5.3	-3.3	4.6	-3.9
Incluindo Swaps	-19.9	2.2	13.7	-3.9
Excluindo FMI (-20,8)	-40.6	-	-	-24.7

Com a construção dos dois cenários, fica evidente a sensibilidade do financiamento dos passivos externos de curto prazo aos aspectos conjunturais dos mercados financeiros internacionais e à disposição dos credores externos de rolar a dívida do setor privado. A escolha de 2002, deve-se ao fato de neste ano, as condições de acesso ao mercados internacionais estarem extremamente deterioradas, o que implicou na menor taxa de rolagem do período analisado, 43%. Veremos um pouco mais desta dinâmica ao analisarmos os fluxos de capitais no próximo capítulo.

Como o setor público alavancou o seu balanço e protegeu o setor privado na crise de 2002:

A transferência de riscos do balanço do setor privado como um todo (setor financeiro e não-financeiro) para o balanço do setor público, ocorre através da aquisição

de títulos públicos referenciados ao dólar, que funcionam como uma proteção ao descasamento de maturidade em moeda estrangeira do setor privado. Em dezembro de 2002, o setor financeiro detinha US\$ 16,7 bilhões (dos quais US\$ 14,6 bilhões relacionados a operações de *swap* cambial⁶³) em títulos cambiais de curto prazo. O setor privado não-financeiro detinha US\$ 10,1 bilhões em títulos públicos de curto prazo indexados à taxa de câmbio.

Na mesma data, o setor privado não-financeiro possuía US\$ 8,7 bilhões em *swaps* cambiais ofertados pelo setor financeiro através da CETIP. Oliveira (2004), ao analisar o mercado de *hedge* cambial brasileiro nos últimos anos, mostra que durante a crise cambial brasileira de 2002, os bancos brasileiros demandaram os derivativos do Banco Central, e não repassam totalmente essa oferta ao setor privado não-financeiro. Esse comportamento pode estar associado à busca de redução da exposição cambial e do risco sistêmico do setor financeiro, e não a um comportamento especulativo. Vimos no capítulo 2, que existem limitações normativas à exposição dos bancos em moeda estrangeira, e além disso, dada a alta volatilidade da taxa de câmbio, torna-se mais arriscado deter posições em moeda estrangeira. A atuação do sistema financeiro nacional, neste aspecto, é no sentido da intermediação dos riscos cambiais, e não da oferta primária de *hedge* cambial ao resto da economia, papel exercido pelo setor público.

Diferentemente do caso brasileiro, na crise asiática as fraquezas patrimoniais do setor privado ficam evidentes à luz do BSA. Allen et al.(2002) descreve que para a Tailândia em junho de 1997, por exemplo, os ativos líquidos de curto prazo do setor público tailandês excediam as obrigações de curto prazo em US\$ 32 bilhões⁶⁴. O foco de vulnerabilidades neste país situava-se claramente no setor privado, mais especificamente no setor bancário, que diferentemente do caso brasileiro, estava amplamente descasado a curto prazo (negativo em US\$ 26 bilhões).

O descasamento cambial total do país reflete a diferença entre os ativos totais menos passivos totais, com relação ao resto do mundo (em moeda estrangeira). Os valores se aproximam dos valores absolutos da dívida externa total líquida, publicada pelo Banco Central. As diferenças devem-se, basicamente, ao fato da nossa abordagem

63. Essas operações, iniciadas em maio de 2002, envolviam a troca de rentabilidade dos títulos indexados à taxa Selic (Letras Financeiras do Tesouro) pela rentabilidade dos títulos indexados à taxa de câmbio nominal. O sistema financeiro ficava comprado na variação da taxa de câmbio nominal e o setor público comprado em taxa de juros pós-fixadas.

64. Mesmo após a contabilização das operações de derivativos, a posição líquida (ativos menos passivos) de curto-prazo do setor público permanecia positiva em US\$ 3 bilhões.

excluir dos passivos externos, os valores devidos aos bancos brasileiros no exterior, e contabilizar como passivos externos com relação ao resto mundo, os títulos cambiais da carteira própria dos bancos estrangeiros com atuação no país. Tais diferenças metodológicas não alteram a tendência declinante do nosso descasamento cambial⁶⁵. Para o país como um todo, a relação dívida externa sobre exportações⁶⁶, indicador da capacidade do país de saldar os seus compromissos em moeda estrangeira com o resto do mundo, reduziu-se bastante, fruto do bom desempenho do nosso setor exportador. Esta relação que atingiu o pico de 7, durante a crise de 99, no final de 2004, já se situava em torno de 1,5. O setor corporativo é o beneficiário direto do bom desempenho das nossas exportações e da consequente geração de divisas para o país. Portanto, o aumento do descasamento cambial do setor privado não oferece maiores riscos, além do mais, a estrutura de pagamentos da nossa dívida externa não se concentra em prazos curtos. O prazo médio da dívida externa total líquida foi de aproximadamente seis anos, no período estudado. Já quanto ao setor público, este experimentou, especialmente em 2004, um aumento significativo dos seus ativos em moeda estrangeira (reservas internacionais), juntamente com a redução de seus passivos (entre eles, os títulos da dívida externa indexados à taxa de câmbio).

A seguir, são demonstradas as tabelas de descasamento cambial total, englobando todos os ativos e passivos em moeda estrangeira (incluindo swaps de curto e longo prazo).

65. Ver figura 3.3, página 46.

66. Ver Figura 3.4, página 46.

Descasamento Cambial Total em Moeda Estrangeira
(Em US\$ bilhões)

2001	Setor Público	Setor Financ.	Setor Corp.	Total do Pa's
Ativos totais	35.9	43.0	76.1	155.0
Passivos totais	177.6	69.6	92.2	339.4
Descasamento cambial	-141.7	-26.6	-16.1	-184.4

2002	Setor Público	Setor Financ.	Setor Corp.	Total do Pa's
Ativos totais	37.8	49.4	49.4	136.6
Passivos totais	183.7	55.2	80.4	319.3
Descasamento cambial	-145.9	-5.8	-31.0	-182.7

2003	Setor Público	Setor Financ.	Setor Corp.	Total do Pa's
Ativos totais	49.3	53.6	39.8	142.7
Passivos totais	183.8	51.4	80.9	316.1
Descasamento cambial	-134.5	2.2	-41.1	-173.4

2004	Setor Público	Setor Financ.	Setor Corp.	Total do Pa's
Ativos totais	52.9	47.8	25.0	125.7
Passivos totais	152.9	44.0	72.6	269.5
Descasamento cambial	-100.0	3.8	-47.6	-143.8

O risco de estrutura de capital do país como um todo é medido pela dívida externa líquida sobre o estoque de investimento estrangeiro direto (IED) imobilizado no país. Em 2002, a forte depreciação da taxa de câmbio nominal ocorrida no segundo semestre teve efeitos deletérios sobre essa relação e a taxa atingiu 355%. Entretanto, em 2004 a mesma taxa havia reduzido-se a menos da metade, 150%. A taxa média de 190% para os anos de 2001, 2003 e 2004, situa o país num nível mediano de risco de estrutura de capital. Roubini e Setser (2004) mostram que nos episódios recentes de crises de balanço de pagamentos, países que possuem altos riscos de estrutura de capital⁶⁷ tendem a sofrer graves contrações da atividade econômica, pois a oferta agregada cai, já que as empresas tornam-se incapazes, durante algum tempo, de contrair novos empréstimos para financiar a produção. Esse fenômeno não ocorreu no Brasil em 2002, ano em que o PIB apresentou um crescimento de 1,93%, e a produção industrial de 2,57%.

Com relação ao setor financeiro, o risco de estrutura de capital demonstra-se reduzido. O índice de Basileia que mede a relação entre patrimônio e ativos ponderados pelo risco, atingiu o seu mínimo (14,7%) em julho de 2002, e após este mês apresentou tendência positiva. Em junho de 2004 era de 18,4 %, ou seja, consideravelmente acima

67. Na Malásia, esta taxa era de 720% antes da crise, em 1996.

dos 11% estabelecidos como mínimo pelas normas brasileiras, o que mostra capitalização suficiente para fazer face aos riscos inerentes a atividade financeira⁶⁸.

Um novo 2002 à vista ?

Os anos de 2003 e 2004 fornecem uma bela oportunidade de estudo no sentido da diminuição da vulnerabilidade externa do Brasil à luz do BSA. O panorama crítico, de descasamento em moeda estrangeira, do balanço do governo em 2001 e 2002 foi revertido de forma notável. Em 2003, o descasamento cambial a curto prazo em moeda estrangeira foi reduzido à posição negativa de US\$ 4.0 bilhões⁶⁹, e em 2004 a posição tornou-se positiva em US\$ 13.9 bilhões. A diminuição dos passivos em moeda estrangeira, especialmente a redução da participação dos títulos da dívida pública interna indexados à variação do dólar, a manutenção de superávits primários do setor público e o processo de recomposição das reservas internacionais⁷⁰ estão na raiz desta melhora. Destes três elementos, talvez a redução dos passivos seja a mais importante para a nossa análise. Com a melhora do cenário internacional, houve uma real diminuindo a demanda por títulos cambiais, que em dezembro de 2004, representavam apenas 9,9% (incluindo as operações de swap) da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), enquanto em dezembro de 2001, esses mesmo títulos representavam 28,6% da DPMFi.

Outra tendência é o movimento virtuoso de redução da nossa dívida externa total líquida, especialmente a do setor privado. Em 2001, a dívida externa total líquida, excluindo os empréstimos intercompanhias, era de US\$ 162.7 bilhões, enquanto em 2004 totalizava US\$ 135.7 bilhões.

Vimos que em 2002, fatores inerentes ao processo político deterioraram as expectativas dos agentes acerca da solvência intertemporal do setor público. A análise patrimonial a que este trabalho se propõe não busca fazer prognósticos destes fatores, mas tem o embasamento necessário para afirmar que os focos de vulnerabilidade externa são inequivocamente menores em 2004 quando comparados a 2001, quando o crise do segundo semestre de 2002, ainda não era vista no horizonte. Portanto, a

68. O Comitê da Basileia recomenda o limite mínimo de 8% para a relação patrimônio líquido dos bancos sobre o total dos ativos ponderados pelo risco. No Brasil, conforme regulamentação em vigor, a relação mínima exigida é de 11%.

69. Ver figura 3.1, página 45.

70. Ver Figura 2.7, página 43.

argumentação sugere que caso o país sofra choques similares num futuro próximo, teremos uma maior resiliência patrimonial a *overshootings* na taxa de câmbio do que no período 2001- 2002.

4. Fluxos de Capitais

A dinâmica das crises financeiras recentes envolvem grandes movimentos de fluxos de capitais, e como estoques, por definição, são fluxos acumulados ao longo do tempo, a análise de fluxos conjugada com a de estoques fornece importantes informações complementares às análises de estoques feitas até aqui nos moldes do BSA.

Ao longo dos últimos quinze anos, com a conclusão do programa de reestruturação da dívida externa, restrições menores ao capital estrangeiro e uma maior estabilidade macroeconômica, a economia brasileira vem experimentando uma maior integração aos mercados financeiros internacionais. Este processo de abertura financeira da economia brasileira é por vezes entendido erroneamente como um período de crescente vulnerabilização da economia. Edwards (2005) sugere, através de uma ampla amostra de países, não haver uma correlação entre a incidência de crises externas e o grau de abertura da conta financeira e de capital.

Desde 2001, o Brasil passou a adotar a metodologia da quinta edição do Manual de Balanços de Pagamento do FMI⁷¹. Este manual busca estabelecer uma padronização internacional para divulgação dos dados das contas externas. Entre as várias alterações que o novo manual propõe, destaco a introdução da conta financeira, em substituição à antiga conta de capitais. Esta nova conta engloba quatro grupos: os investimentos diretos, investimentos em carteira, derivativos, e outros investimentos (empréstimos do FMI, contas de não-residentes no país, etc.).

Goldfajn e Minella (2005), propõem um agrupamento distinto⁷² dos fluxos de capitais, já que incluir fluxos de natureza distinta em uma mesma categoria pode nos induzir a conclusões erradas. Por exemplo, empréstimos oficiais (e.g.: empréstimos junto ao FMI), e empréstimos privados (e.g.: linhas de crédito comercial) são contabilizados na conta Outros investimentos.

A combinação da forte depreciação cambial de 2002 e a retração abrupta dos fluxos de capital externos requereram a redução da absorção interna e um ajuste das contas externas (reversão de 5% do PIB, de 2001 a 2003, do déficit em transações correntes). A melhora das transações correntes foi acompanhada por uma deterioração

71. International Monetary Fund (1993), “**Balance of Payments Manual**”, Washington, D.C.

72. Os autores propõem uma classificação do fluxos de capitais em seis grupos, sendo que os dois primeiros seguem a definição do FMI: (I) Investimentos diretos líquidos, (II) Investimentos em carteira, (III) Outros ativos de curto prazo, (IV) Empréstimos e créditos comerciais, (V) Empréstimos oficiais e (VI) Outros itens.

expressiva da conta de capital e financeira, o que na realidade refletia uma tendência de redução progressiva dos fluxos de capitais privados para o país após 1999, que se acentua, com vimos, a partir de meados de 2001, quando as condições econômicas e financeiras nos países centrais se deterioraram. Conforme estimativa do *Institute of International Finance*, os fluxos de capital para países emergentes caíram de US\$140,4 bilhões em 2001 para US\$124,7 bilhões em 2002, incluindo ingressos líquidos de capitais privados e oficiais.

A conta privada de capital⁷³ do BP brasileiro registrou, no segundo semestre de 2002, saídas líquidas de US\$ 12,7 bilhões, ante US\$ 13,1 bilhões de influxos líquidos, no saldo acumulado dos quatro trimestres anteriores. Sendo assim, sofremos uma reversão dos fluxos de capitais privados da ordem de US\$ 25,8 bilhões, de ou 5,6% do PIB.

Analiso, a seguir, o comportamento das principais categorias de fluxos capitais, das taxas de rolagem e das reservas internacionais, durante o contexto da crise de 2002:

- Investimento Estrangeiro Direto

Estão relacionado a fluxos de entrada e saída voltados para a aquisição, subscrição e aumento de capital de empresas residentes ou não-residentes, também inclui empréstimos intercompanhias⁷⁴

Considerando o período aqui analisado, 2001 a 2004, os fluxos de investimento estrangeiro direto líquido somaram US\$ 57,4 bilhões, e assim tiveram um importante papel no financiamento da nossa conta corrente, embora desde 1998 já figurassem como a principal fonte de financiamento externo. Dentro deste processo, os ingressos relativos ao processo de privatizações merecem destaque. Eles somaram US\$ 30,9 bi, desde 1996 até o fim das entradas em 2002. Os anos de 1999 e 2000 concentram mais da metade do volume total, US\$ 15,8 bi⁷⁵.

A nível mundial, nos destacamos como um dos grandes receptores de investimento estrangeiro direto. Segundo o relatório *World Investment Report 2004*, da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (Unctad),

73. Conta financeira e de capital do Balanço de Pagamentos, excluídos os fluxos relacionados às operações oficiais (como empréstimos junto ao FMI, financiamentos do BID, etc.).

74. Empréstimos entre empresas residentes e não residentes pertencentes ao mesmo grupo econômico.

75. O investimento estrangeiro direto líquido é igual ao investimento estrangeiro direto no Brasil menos o investimento brasileiro direto no exterior.

aparecíamos, no ano de 2003, com o segundo maior estoque de investimento estrangeiro direto da América Latina e Caribe com US\$ 128,4 bilhões (20% do total da América Latina e Caribe), atrás apenas do México, que totalizava US\$ 165,9 bilhões.

O investimento estrangeiro direto, geralmente, é considerado como um fluxo de investimento de baixo risco, já que se baseia em aquisições de participações em empresas locais, ao invés de endividamento, e busca retornos a longo prazo. Para o caso brasileiro, verifica-se que durante os episódios de crise, a variação dos fluxos de investimento estrangeiro direto responde de forma mais lenta quando comparado a investimentos em carteira ou a empréstimos⁷⁶. Entretanto, como destacam Roubini e Hemming (2004), o investimento estrangeiro direto pode adicionar um componente pressão adicional sobre a moeda do país receptor dos investimentos em situações de crise. Existe um inerente *currency risk*, já que o investimento está imobilizado em termos da moeda doméstica, e o investidor estrangeiro busca retornos em moeda estrangeira. Porém plausível supor que, num regime de câmbio flutuante, estes investidores incorporem esses riscos de perdas nos retornos medidos em moeda estrangeira, e assim busquem “hedgiar” seus investimentos com maior prudência, já que não existem garantias da manutenção de uma paridade para a taxa de câmbio por parte das autoridades.

- Investimentos em carteira

Compreendem os fluxos de ativos e passivos constituídos pela emissão de títulos de crédito comumente negociados em mercados secundários de papéis no Brasil e no exterior⁷⁷. Esta conta apresentou um saldo líquido negativo de US\$ 7,6 bilhões nos três últimos trimestres do ano de 2002, o que representou uma reversão de US\$ 8,3 bilhões em relação aos três trimestres anteriores.

Ao longo de todo o ano, os ingressos via títulos de renda fixa negociados no exterior, especialmente *notes e commercial papers*, apresentaram uma retração de US\$ 5,2 bilhões em relação a 2001, refletindo uma menor demanda por títulos brasileiros nos mercados internacionais, o que como vimos esteve correlacionado à escalada dos prêmios de risco dos mesmos títulos, e como consequência um menor volume de emissões no mercado externo por empresas brasileiras.

76. Ver Goldfajn e Minella (2005).

77. Ver International Monetary Fund (1993).

- Outros ativos de curto prazo

Englobam as disponibilidades de não-residentes no país (contas CC5⁷⁸), moeda e depósitos de residentes não-financeiros no exterior e outros ativos de curto prazo.

Esta categoria registrou saídas líquidas de US\$ 6,3 bilhões no ano de 2002, dos quais US\$ 5,6 bilhões relativos a fluxos de saída promovidos por residentes com contas no exterior, reflexo da crise de confiança do período pré-eleitoral.

- Empréstimos oficiais

Representam os empréstimos concedidos por organismos internacionais multilaterais (FMI, BIS, G-7) à autoridade monetária, e financiamentos de longo prazo relacionados a projetos de desenvolvimento (BID, Banco Mundial). Estes fluxos tiveram um papel importante no sentido compensatório durante o período 1998-2004, já que em conta de financeira de capital privado apresentou a fluxos amplamente negativos, especialmente nos episódios de crise. Excluindo-se os anos de 2000 e 2004, quando experimentamos condições relativamente confortáveis de financiamento externo, a média anual dos fluxos líquidos de empréstimos oficiais foi de US\$7,8 bilhões.

Uma importante identidade de fluxo que nos auxilia na análise do risco de maturidade feito no capítulo três é a necessidade de financiamento externo (NFE)⁷⁹. Esta equação nos indica que as necessidades de financiamento de curto prazo do país se dão através da contabilização do resultado da balança comercial, e das contas de serviços (transportes, viagens, seguros, etc.) e de renda (lucros e dividendos de participação no capital das empresas, juros de empréstimos intercompanhias, etc.) menos os investimentos estrangeiros diretos (líquidos) feitos no país. Logo, temos o valor necessário financiamento do balanço de pagamentos no período apurado. Caso esse valor seja negativo, significa que o país, a priori, não precisa atrair investimentos

78. As chamadas operações 'CC5' podem ser descritas como sendo pagamentos/recebimentos em moeda nacional entre residentes no País e residentes no exterior mediante débitos/créditos em conta em moeda nacional mantida no país pelo não residente. Este tipo de operação atualmente é regulado pela Circular nº 2677, de 10 de abril de 1996, do Banco Central do Brasil.

79. NFE = (Déficit em transações correntes) – (investimentos estrangeiros diretos).

em carteira para financiar o fechamento do balanço de pagamentos, o que significa que o volume de recursos provenientes de investimentos diretos foi maior do que o déficit em conta corrente. Embora as NFE brasileiras fossem negativas desde janeiro de 2002⁸⁰, sofremos uma reversão aguda dos fluxos de capitais durante a crise.

Os resultados da seção 3.1 do capítulo anterior confirmam a importância dos empréstimos oficiais para o equacionamento do balanço de pagamentos em períodos de crise, ao analisarmos as necessidades potenciais de financiamento externo de curto-prazo, vimos que num cenário hipotético, ao excluirmos o empréstimos do FMI, a solvência patrimonial do setor governamental brasileiro no ano da crise tornava-se extremamente precária.

- Taxas de Rolagem

Ao analisarmos os riscos de maturidade dos balanços dos principais setores da economia brasileira, ressaltamos a sensibilidade do financiamento externo de curto prazo do setor privado brasileiro aos aspectos conjunturais dos mercados financeiros internacionais, logo torna-se necessária a análise do comportamento das taxas de rolagem no período.

O ano de 2001 apresentou taxa de rolagem 103% apesar da instabilidade dos mercados financeiros internacionais relacionada ao atentado às Torres Gêmeas, no terceiro trimestre deste ano. O ano de 2002, apresentou a menor taxa de rolagem dos quatro anos, 43%, e foi marcado por forte instabilidade nos fluxos de capitais globais, com crescente aversão ao risco. O Brasil, como já sabemos, passou por uma crise de confiança durante o período pré-eleitoral, e experimentou uma forte retração dos fluxos externos de capital, com um grande aumento dos prêmios de risco sobre os títulos da dívida externa brasileira, tendo o financiamento do balanço de pagamentos sido completado com recursos do FMI, no âmbito do PAF (Plano de Ajuda Financeira). Em 2003, após as turbulências do ano anterior e o restabelecimento da confiança dos agentes na condução da política econômica, o risco-país iniciou um clara trajetória de queda e as empresas brasileiras voltaram a captar no mercado de externo, permitindo uma taxa de rolagem de 110%. Para o ano de 2004, a taxa de rolagem foi de 81%. o que sugere decisões voluntárias por parte das empresas brasileiras no sentido de reduzir seus

80. Ver Figura 4.1, página 47.

passivos externos, dada a apreciação da moeda nacional, e buscar outros instrumentos de captação, apesar da ampla liquidez dos mercados financeiros internacionais e os níveis historicamente muito baixos das taxas de juros internacionais

- Reservas Internacionais

De junho de 1998 até março de 1999, o Banco Central sofreu uma redução de suas reservas internacionais⁸¹ da ordem de US\$ 37 bilhões, a pressão crescente sobre o de regime de câmbio administrado até o abandono em 18 de janeiro de 1999 explicam tal comportamento das reservas internacionais.

Após essa data, o Brasil passou a seguir um regime de flutuação suja, onde a autoridade monetária interveio ocasionalmente no mercado de moeda estrangeira para reduzir a volatilidade do câmbio nominal ou para acumular reservas, deixando transparecer que não persegue uma meta para o câmbio nominal. Essas intervenções foram especialmente importantes no segundo semestre de 2002, quando o Banco Central vendeu US\$ 5,8 bilhões no mercado de moeda estrangeira no contexto da crise de confiança, o que evitou que o câmbio atingisse patamares ainda mais elevados que alimentassem conseqüências danosas para as metas de inflação.

A partir do início de 2003, o banco central iniciou um processo de recomposição das reservas internacionais, as compras no mercado doméstico totalizaram US\$ 1,6 bilhões, e as operações externas líquidas (incluem desembolsos junto a organismos internacionais) somaram US\$ 9,9 bilhões. Em 2004, o Banco Central continuou com sua atuação no mercado interno, com operações de compra concentradas no meses de janeiro e fevereiro. No final do ano as reservas, no conceito liquidez internacional, situavam-se no patamar de US\$ 52,9 bilhões.

81. Cabe destacar que as reservas internacionais, de acordo com o conceito Liquidez Internacional, englobam os haveres no Banco Central em moeda estrangeira, ouro, direitos especiais de saque, títulos adquiridos com acordo de recompra, instrumentos de derivativos e posição junto ao Fundo Monetário Internacional. Paralelamente, a partir de janeiro de 1999, o Banco Central do Brasil passou a divulgar o conceito reservas líquidas ajustadas, que subtrai as obrigações de curto prazo em moeda estrangeira do Banco Central do Brasil e as obrigações junto ao FMI.

5. Conclusões

Foram inúmeros os desafios que a economia brasileira enfrentou após a estabilização, em 1994, tanto no *front* interno, quanto externo. Tivemos um crescimento acentuado do déficit do setor público nos primeiros anos de estabilidade econômica, e passamos a conservar uma clara inconsistência de política macroeconômica, que aliava a presença de sucessivos déficits fiscais à taxa de câmbio sobrevalorizada. Este instrumento, apesar de ter tido um papel importante no processo de estabilização, comprometia a performance do nosso setor externo.

Até meados de 1997, os fluxos de capitais foram abundantes, logo o esforço fiscal e a transição para um regime de câmbio menos rígido foram postergadas. Com a sucessão de crises financeiras internacionais no final de 1997, nossos desequilíbrios tornaram-se insustentáveis, e em janeiro de 1999, fizemos uma transição abrupta para o regime de câmbio flutuante. Passamos a adotar uma nova âncora nominal, o regime de metas para inflação, e buscamos, de certa forma, dar início ao difícil ajuste fiscal. A aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, em 2000, foi um importante marco nesse sentido, na medida que estabeleceu um claro controle das finanças públicas brasileiras das esferas subnacionais.

Apesar disso, ainda conservávamos persistentes vulnerabilidades patrimoniais em moeda estrangeira, especialmente no balanço do setor público, que possuía um alto endividamento interno indexado à taxa de câmbio. Com as desconfianças inerentes ao processo eleitoral de 2002, e a crença na possibilidade de uma reversão da política econômica pelo novo governo, a dinâmica da dívida interna parecia iniciar uma trajetória insustentável, o que fez a taxa de câmbio beirar os quatro reais por dólar, e a inflação sofrer uma forte aceleração no último trimestre do ano.

Ao apurarmos os diferentes tipos de riscos patrimoniais, por meio da análise do BSA nos anos de 2001 a 2004, vimos que no Brasil, o risco de maturidade apresentou maior deterioração no contexto da crise, de 2002, o que reforça a importância da ajuda do FMI, enquanto os riscos de estrutura de capital, e de descasamento cambial permaneceram controlados, e com tendência declinante nos anos seguintes. Já o risco de solvência esteve concentrado no setor público. Através da alavancagem do seu balanço, o setor público brasileiro ofereceu proteção ao setor privado no momento de instabilidade, tal estratégia, longe de ser isenta de custos para as contas públicas,

permitiu, por outro lado, que o produto não apresentasse quedas acentuadas, como as que ocorreram nos países asiáticos.

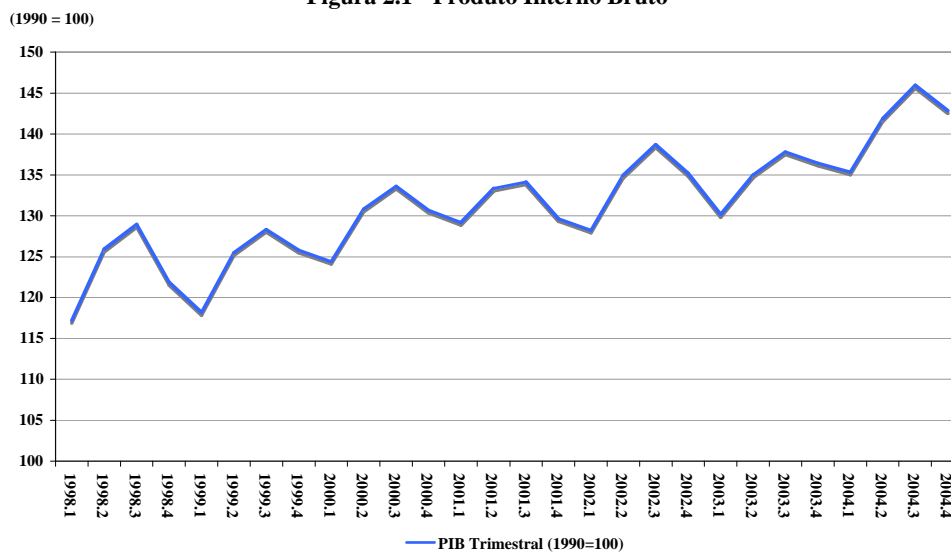
Com o passar da crise, iniciamos um movimento de importante redução dos focos de vulnerabilidade patrimonial em moeda estrangeira. O setor privado como um todo reduziu sua posição comprada em títulos indexados à taxa de câmbio, mas continuou a apresentar baixa exposição patrimonial em moeda estrangeira. O sistema financeiro, que havia passado por importantes reformas pós-estabilização, que contemplaram a redução da participação estatal, e a redução do número de instituições, encontra-se capitalizado e atendendo às regras de controle de risco, como o índice da Basileia. Sua exposição ao risco cambial é reduzida, e no episódio de crise esteve bastante resiliente às flutuações da taxa de câmbio. Já o setor corporativo, usufrui de um bom desempenho das exportações, e de condições de financiamento externo amplas.

A dinâmica de fluxos de capitais foi pautada por grandes entradas de investimentos estrangeiros diretos e alta volatilidade dos investimentos em carteira. Nossa posição de destaque como receptor de investimentos estrangeiros diretos nos oferece, hoje em dia, um financiamento confortável da nossa conta financeira de capital, que em 2004 permitiu-se ser negativa, sem gerar problemas para o financiamento do balanço de pagamentos.

A análise patrimonial nos ajudou a quantificar os focos da vulnerabilidades externas brasileiras, e apontar a nossa melhor condição atual para enfrentar futuros choques externos do que em 2001, primeiro ano da nossa análise. Diferentemente dos países asiáticos, onde o instrumental do BSA foi aplicado, nossas vulnerabilidades concentravam-se no balanço do governo, que apesar de ter implementado importantes reformas, ainda permanece com um nível alto endividamento interno com relação ao PIB, entretanto como o foco deste trabalho foi analisar os descasamentos em moeda estrangeira e suas implicações para a capacidade da economia brasileira de responder a choques externos, podemos dizer a economia brasileira repousa sobre bases patrimoniais fundamentalmente mais sólidas do que em 2001, e que o balanço patrimonial do país não apresenta desalinhos preocupantes, independente da maturidade, em moeda estrangeira.

Anexo

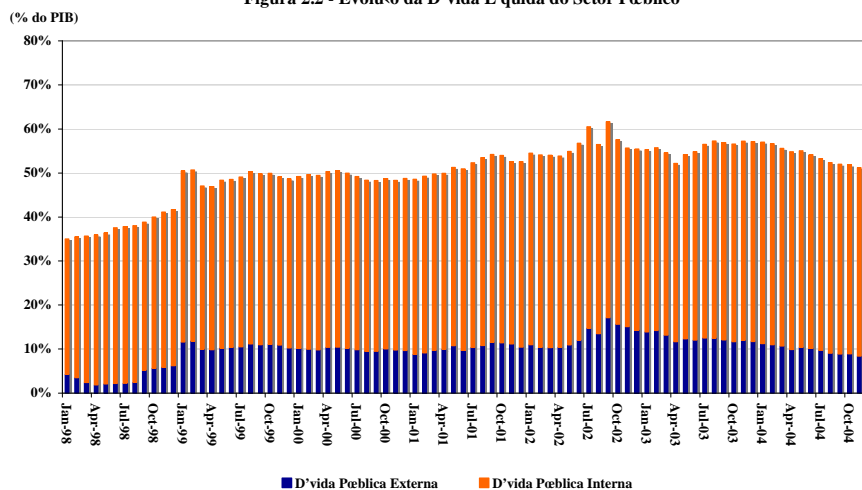
Figura 2.1 - Produto Interno Bruto



Dados observados (1990 = 100).

Fonte: IBGE

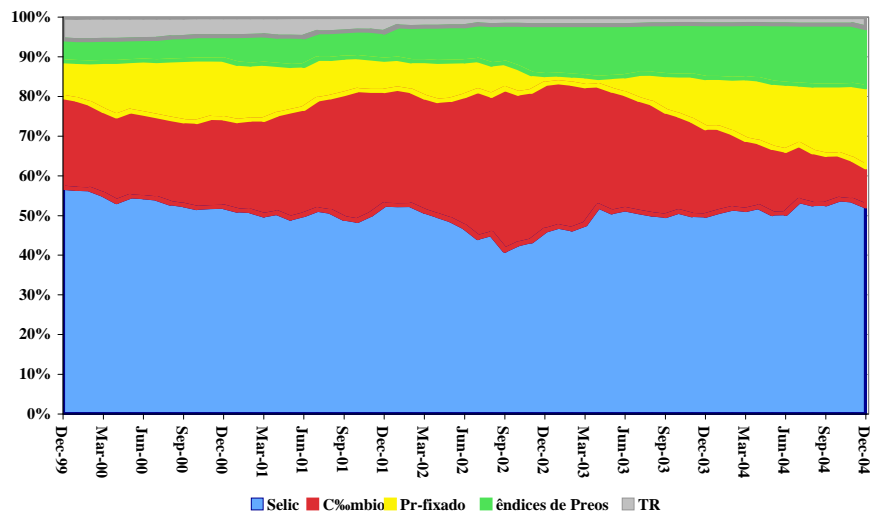
Figura 2.2 - Evolução da Dívida Líquida do Setor Público



Dívida líquida total do Setor Público Consolidado

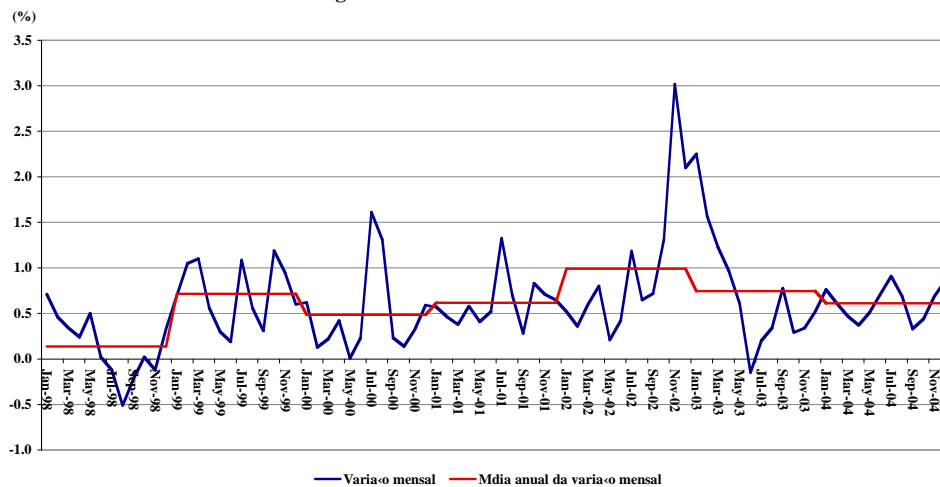
Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 2.3 - Composição por indexador da DPMFi



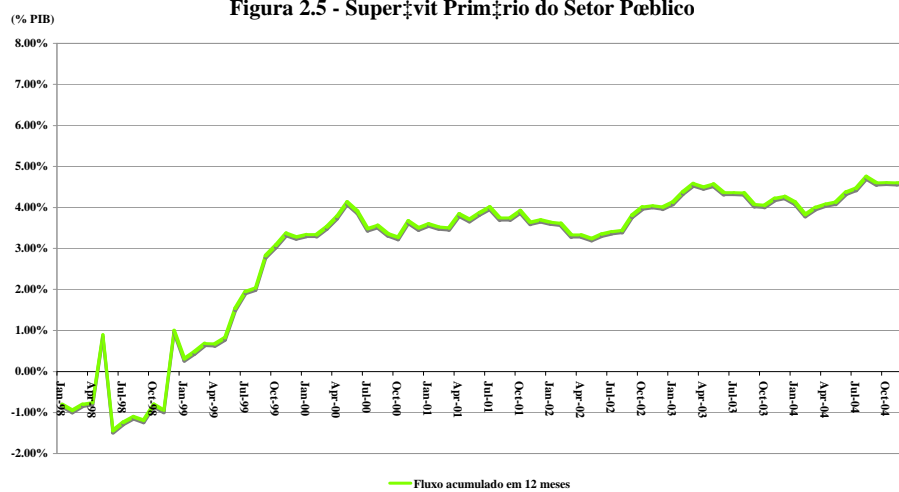
Dívida Pública Mobiliária Federal Interna em poder do público, por tipo de rentabilidade (após swap).
Fonte : Banco Central do Brasil

Figura 2.4 - IPCA - Variação Mensal



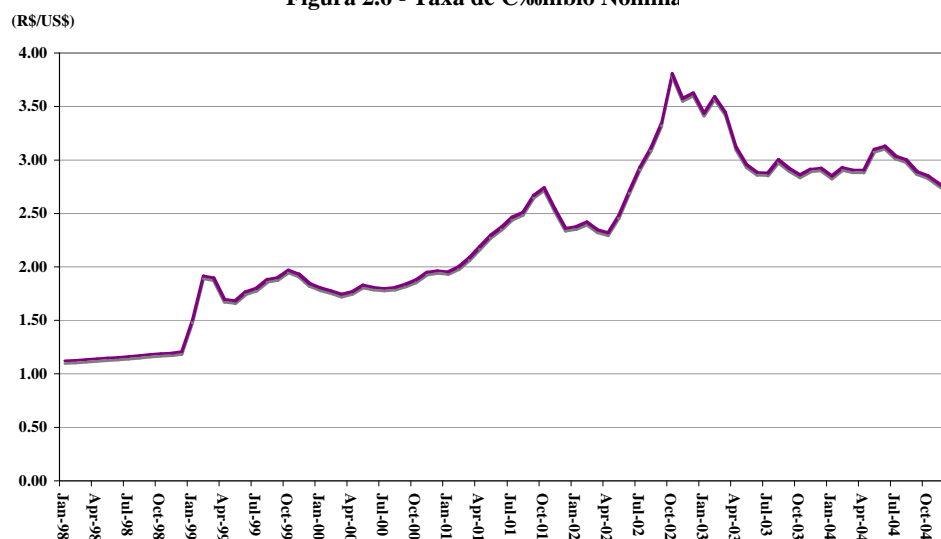
Índice de Preços ao Consumidor Amplo.
Fonte: IBGE

Figura 2.5 - Superávit Primário do Setor Público

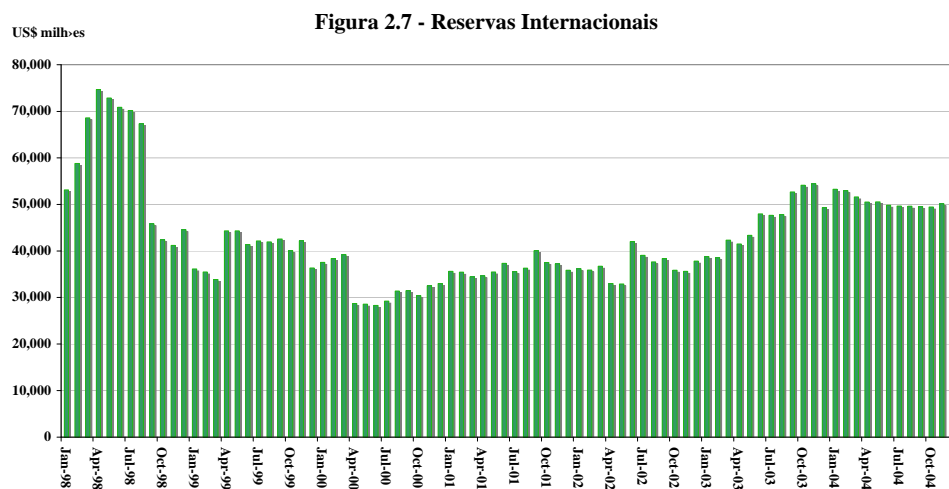


Superávit Primário do Setor Público Consolidado, em relação ao PIB em doze meses.
Fonte : Banco Central do Brasil

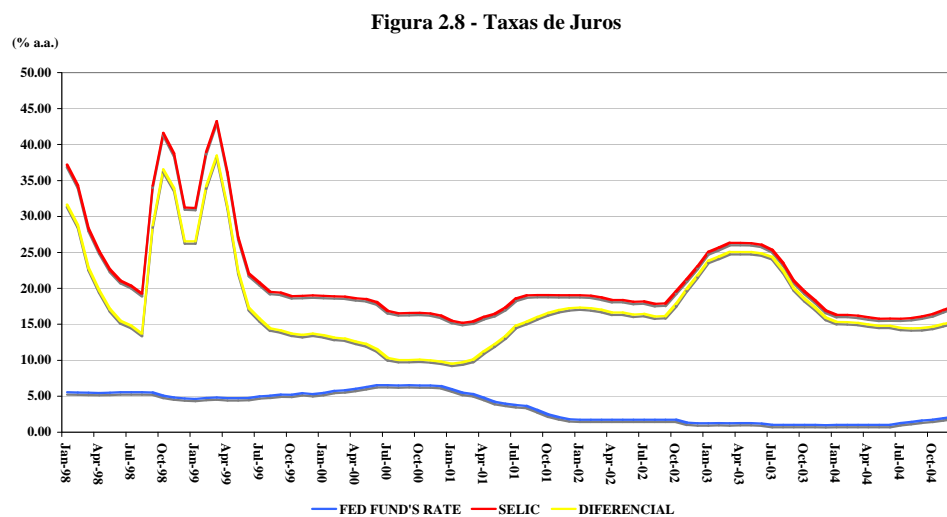
Figura 2.6 - Taxa de Câmbio Nomina



Taxa de câmbio nominal comercial, segmento flutuante, cotação de venda.
Fonte: Macro Dados

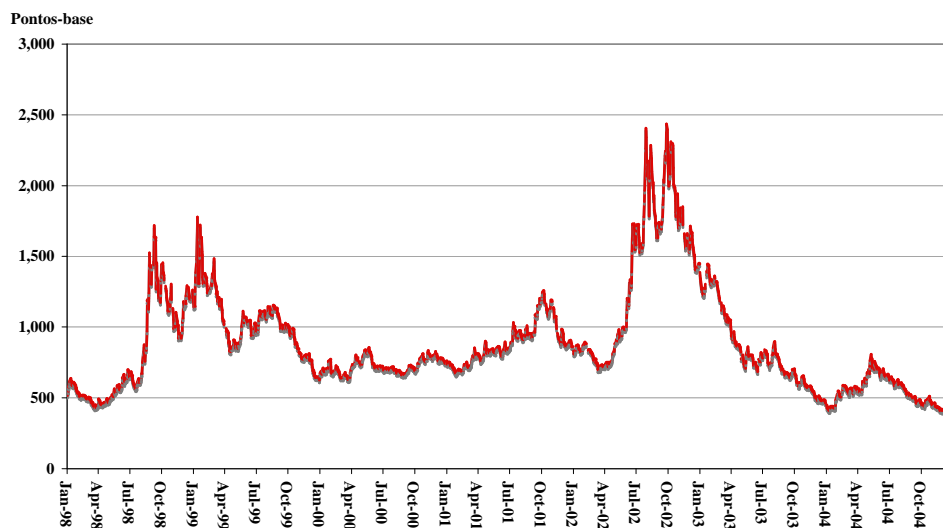


Reservas internacionais, conceito Liquidez Internacional.
Fonte: Banco Central



Taxa Selic efetiva e Fed Fund's Rate efetiva.
Fontes: Banco Central do Brasil e Federal Reserve of St. Louis

Figura 2.9 - Risco-Brasil (EMBI+)



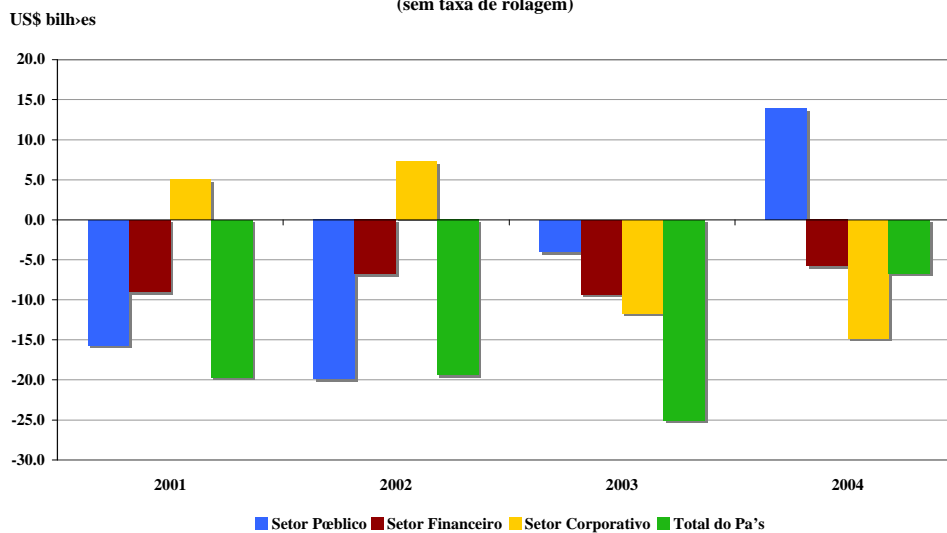
Fonte: Macro Dados

Figura 2.10 - índice Ibovespa



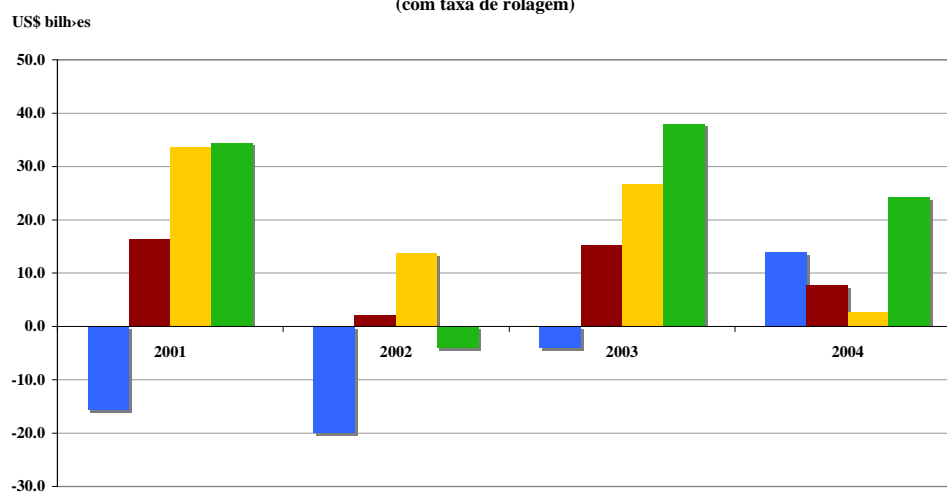
Índice Ibovespa da Bolsa de Valores de São Paulo, dados de fechamento.
Fonte: Macro Dados

Figura 3.1 - Descasamento de Maturidade
(sem taxa de rolagem)



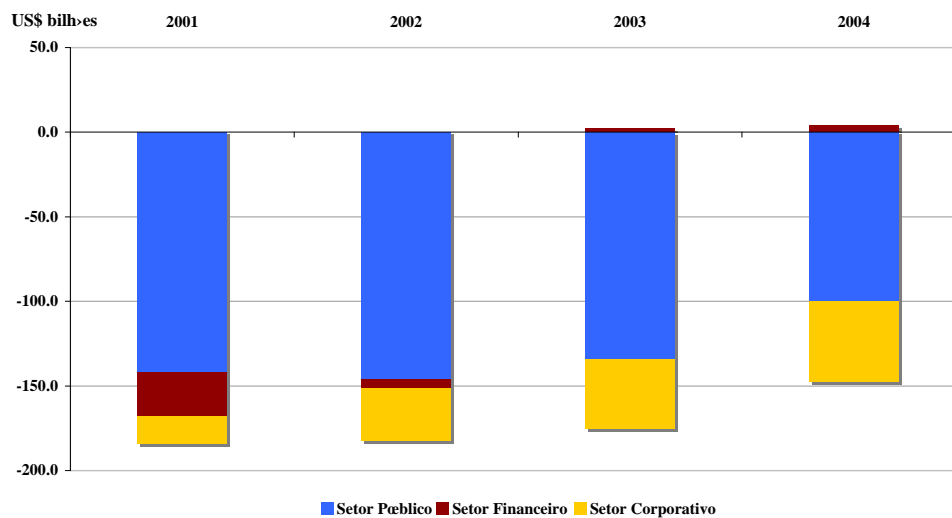
Ativos de curto prazo menos passivos de curto prazo do país com relação ao resto do mundo, incluindo *swaps*.

Figura 3.2 - Descasamento de Maturidade
(com taxa de rolagem)



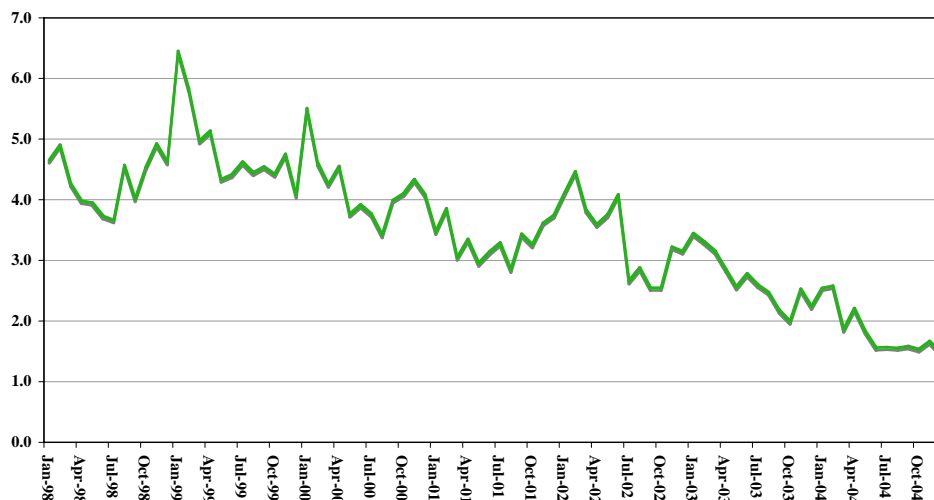
Ativos de curto prazo menos passivos de curto prazo do país com relação ao resto do mundo, com aplicação da taxa de rolagem efetiva sobre os passivos de curto prazo do setor privado, incluindo *swaps*.

Figura 3.3 - Descasamento Cambial



Ativos totais em moeda estrangeira passivos totais em moeda estrangeira do país com relação ao resto do mundo, incluindo swaps

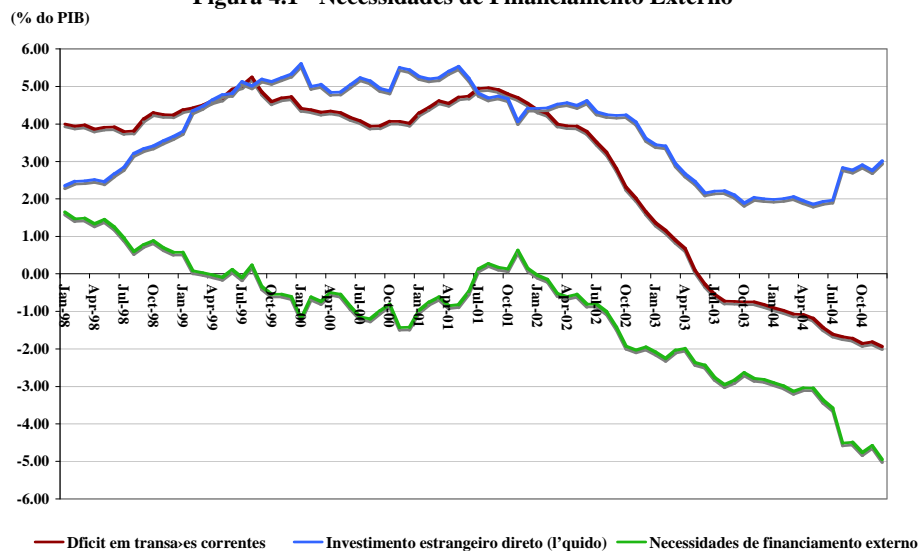
Figura 3.4 - Dívida Externa/Exportações



Dívida externa total líquida sobre exportações (FOB).

Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 4.1 - Necessidades de Financiamento Externo



NFE = (Déficit em transações corrente – Investimento estrangeiro direto líquido)

Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 2.11

Histórico de Acordos do Brasil com o Fundo Monetário Internacional 1983-2005					
Posição em 31 de outubro de 2005					
(Em milhões de dólares*)					
Modalidade	Data do Acordo	Data da expiração ou cancelamento	Montante acordado	Montante sacado	Montante pendente
Acordo de Standby ¹	06/09/2002	31/03/2005	38,872.67	24,423.49	13,415.19
dos quais na modalidade Reserva Suplementar ²	06/09/2002	05/09/2003	10,805.76	10,805.76	0.00
Acordo de Standby	14/09/2001	05/09/2002	17,245.05	16,167.23	1,336.78
dos quais na modalidade Reserva Suplementar	14/09/2001	05/09/2002	14,130.24	14,130.24	0.00
Acordo de Standby	02/12/1998	14/09/2001	18,495.22	13,448.47	568.57
dos quais na modalidade Reserva Suplementar	02/12/1998	01/12/1999	12,946.65	9,247.61	0.00
Acordo de Standby	29/01/1992	31/08/1993	2,130.00	181.05	0.00
Acordo de Standby	23/08/1988	28/02/1990	1,556.32	518.73	0.00
Linha de crédito ampliado ³	01/03/1883	28/02/1986	12,039.83	3,895.24	0.00

Fonte: www.imf.org

¹Standy Arrangement

²Supplemental Reserve Facility

³Extended Fund Facility

*Valores convertidos em dólares de novembro de 2005, ^ taxa de US\$/SDR 1,42.

Linha do tempo:

- 01/07/94 Entra em vigor a nova moeda, o Real.
- 15/10/94 Fernando Henrique Cardoso é eleito presidente no primeiro turno.
- 02/07/97 Desvalorização de 20% do *Baht* tailandês, inicia-se a crise asiática.
- 23/10/97 O índice Hang Sang da bolsa de valores Hong Kong cai 10,4%.
- 02/12/97 Coréia e FMI fecham um acordo recorde de ajuda financeira, US\$ 57 bilhões.
- 09/04/98 A agência Moody's rebaixa a classificação do Brasil de B1 para B2.
- 17/08/98 Decretada a moratória da dívida externa da Rússia.
- 04/10/98 Fernando Henrique Cardoso se reelege presidente no primeiro turno.
- 13/11/98 Disponibilizado um pacote de ajuda externa ao Brasil de US\$ 41,5 bilhões.
- 06/01/99 Decretada a moratória da dívida do Estado de Minas Gerais.
- 18/03/99 Adoção do regime de câmbio flutuante.
- 04/03/99 Toma posse a nova diretoria do BC, sob o comando de Armínio Fraga.
- 21/06/99 Entra em vigor o Regime de Metas para Inflação.
- 04/05/00 Aprovada a Lei de Responsabilidade Fiscal.
- 23/12/01 Argentina declara moratória da dívida externa.
- 02/07/02 Standard & Poor's reduz o *rating* do Brasil de BB- para B+.
- 27/09/02 Risco-Brasil atinge a máxima de 2436 pontos-base.
- 07/08/02 Anunciado o acordo de US\$ 30 bilhões do Brasil com o FMI.
- 22/10/02 A taxa de câmbio fecha em US\$/RS 3,95.
- 27/10/02 Luis Inácio Lula da Silva é eleito presidente no segundo turno.
- 07/02/03 Elevada a meta de superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB.
- 09/09/04 A agência Moody's eleva a classificação do Brasil de B2 para B1.

Referências Bibliográficas

Abreu. M.; Werneck, R. (2005): **Brazilian Economy: from Cardoso to Lula an interim view**, Texto para Discussão nº 504, Departamento de Economia, PUC-Rio, Rio de Janeiro.

Allen, M. et al. (2002): **A Balance Sheet Approach to Financial Crisis**, IMF Working Paper 02/210.

Blustein, P. (2003): **The Chastening: Inside the Crisis that Rocked the Global Financial System and Humbled the IMF**, Public Affairs, 448 p, 2003.

Caballero, R.; Cowan, K.; and Kearns, J. (2004): **Fear Of Sudden Stops: Lessons From Australia And Chile**.

Calvo, G. (2005): **Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?**, MIT PRESS.

Cerqueira, C. (2003): **Divida Externa Brasileira: Segunda Edição revisada e ampliada**, Banco Central do Brasil.

Cowan, K.; Gregorio, J. (2005): **International Borrowing, Capital Controls And The Exchange Rate: Lessons From Chile**, NBER Working Paper 11382.

Dornbusch, R. (1997): **Brazil's Incomplete Stabilization and Reform**, MIT.

Frankel, J. (1999): **No Single Currency Regime is right for all countries or at all times** - National Bureau Of Economic Research Working Paper 7338 Cambridge, MA .

Giambiagi, F. et al. (2005): **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.

Giambiagi, F.; Além, A. **Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil**. Rio de Janeiro, 2ª Edição, Elsevier, 2000.

Giavazzi, F.; Goldfajn, I.; Herrera, S. (editores), **Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003**, The MIT Press, 2005.

Goldfajn, I.; Hennings, K.; Mori, H. (2003): **Brazil's Financial System: Resilience to Shocks, No Currency Substitution, But Struggling to Promote Growth**, Banco Central do Brasil Working Paper Series nº 75 - Junho, 2003.

Goldfajn, I. (2003): **The Brazilian Crisis, the Role of the IMF and Democratic Governability**.

Goldfajn, I.; Minella, A. (2005): **Capital Flows and Controls in Brazil: What Have We Learned?** NBER Working Paper 11640.

Goldstein, M.; Turner, P. (2004): **Controlling Currency Mismatches In Emerging Markets**, Institute for International Economics, Washington, DC.

International Monetary Fund (1993): **Balance of Payments Manual**, 5th edition, Washington, D.C.

International Monetary Fund (2003): **The IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea and Brazil**", documento preparado pelo Independent Evaluation Office (IEO).

International Monetary Fund (2004): **Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises -An Application of the Balance Sheet Approach to Emerging Market Countries**, preparado pelo Departamento de Desenvolvimento e Revisão de Política. Aprovado por Mark Allen.

Minella, A. et al. (2003): **Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility**, Banco Central do Brasil Working Paper Series nº 77 Julho, 2003.

Roubini, N.; Hemming, R. (2004): **A Balance Sheet Crisis in India?**

Roubini, N.; Setser, B. (2004): **Bailouts or Bail-Ins ? Responding to Financial Crises in Emerging Economies**, Institute For International Economics, Washington, D.C.

United Nations Conference on Trade and Development (2004): **World Investment Report 2004**, Nações Unidas, Nova Iorque.