

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL

ARRIGO VALÊNCIO

**CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA (2015-2016): AUSÊNCIA DE DESEQUILÍBRIO  
EXTERNO E ENDIVIDAMENTO PÚBLICO**

Belo Horizonte  
2020

Arrigo Valêncio

**Crise econômica brasileira (2015-2016): ausência de desequilíbrio externo e endividamento público**

Tese apresentada ao Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Fabrício José Missio  
Co-Orientador: Prof. Frederico G. Jayme Jr.

Belo Horizonte  
2020

#### Ficha Catalográfica

A776c Valêncio, Arrigo.  
2020 Crise econômica brasileira (2015-2016) [manuscrito]: ausência de  
desequilíbrio externo e endividamento público / Arrigo Valêncio. – 2020.  
188 f., il.,grafs. e tabs.

Orientador: Fabrício José Missio.  
Coorientador: Frederico G. Jayme Jr  
Tese (doutorado) - Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de  
Desenvolvimento e Planejamento Regional.  
Inclui bibliografia ( f. 165-175) e apêndice.

1. Crise econômica – 2015-2016 – Brasil - Teses. 2. Economia–  
Teses. I. Missio, Fabrício José. II. Jayme Júnior, Frederico Gonzaga. III.  
Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e  
Planejamento Regional. IV. Título.

CDD: 330

## FOLHA DE APROVAÇÃO

**ARRIGO VALÊNCIO**

TÍTULO DO TRABALHO:

**“CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA (2015-2016): AUSÊNCIA DE DESEQUILÍBRIO EXTERNO E ENDIVIDAMENTO PÚBLICO”**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, para obtenção do título de Doutor em Economia, área de concentração em Economia.

Aprovada EM 19 DE JUNHO DE 2020.



*Prof. Fabrício José Missio (orientador)*  
(CEDEPLAR/FACE/UFMG)



*Prof. Gilberto de Assis Libânio*  
Coordenador do Curso de Pós-Graduação  
em Economia

## FOLHA DE APROVAÇÃO

**ARRIGO VALÊNCIO**

TÍTULO DO TRABALHO:

**“CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA (2015-2016): AUSÊNCIA DE DESEQUILÍBRIO EXTERNO E ENDIVIDAMENTO PÚBLICO”**

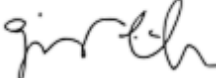
Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, para obtenção do título de Doutor em Economia, área de concentração em Economia.

Aprovada EM 19 DE JUNHO DE 2020.



---

**Prof. Frederico Gonzaga Jayme Júnior**  
(coorientador)  
(CEDEPLAR/FACE/UFMG)



---

**Prof. Gilberto de Assis Libânio**  
Coordenador do Curso de Pós-Graduação  
em Economia

## FOLHA DE APROVAÇÃO

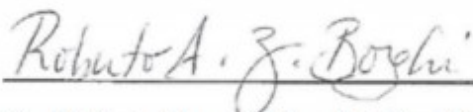
**ARRIGO VALÊNCIO**

TÍTULO DO TRABALHO:

**“CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA (2015-2016): AUSÊNCIA DE DESEQUILÍBRIO EXTERNO E ENDIVIDAMENTO PÚBLICO”**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, para obtenção do título de Doutor em Economia, área de concentração em Economia.

Aprovada EM 19 DE JUNHO DE 2020.



**Prof. Roberto Alexandre Zanchetta Borghi**  
(membro externo)  
(UNICAMP)



**Prof. Gilberto de Assis Libânio**  
Coordenador do Curso de Pós-Graduação  
em Economia

## FOLHA DE APROVAÇÃO

**ARRIGO VALÊNCIO**

TÍTULO DO TRABALHO:

**“CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA (2015-2016): AUSÊNCIA DE DESEQUILÍBRIO EXTERNO E ENDIVIDAMENTO PÚBLICO”**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, para obtenção do título de Doutor em Economia, área de concentração em Economia.

Aprovada EM 19 DE JUNHO DE 2020.



**Prof. Fábio Henrique Bittes Terra**  
(membro externo)  
(UFABC)



**Prof. Gilberto de Assis Libânio**  
Coordenador do Curso de Pós-Graduação  
em Economia

## FOLHA DE APROVAÇÃO

**ARRIGO VALÊNCIO**

TÍTULO DO TRABALHO:

**“CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA (2015-2016): AUSÊNCIA DE DESEQUILÍBRIO EXTERNO E ENDIVIDAMENTO PÚBLICO”**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, para obtenção do título de Doutor em Economia, área de concentração em Economia.

Aprovada EM 19 DE JUNHO DE 2020.



**Prof. Gilberto de Assis Libânio**  
(membro interno)  
(CEDEPLAR/FACE/UFMG)



**Prof. Gilberto de Assis Libânio**  
Coordenador do Curso de Pós-Graduação  
em Economia



## FOLHA DE APROVAÇÃO

**ARRIGO VALÊNCIO**

TÍTULO DO TRABALHO:

**“CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA (2015-2016): AUSÊNCIA DE DESEQUILÍBRIO EXTERNO E ENDIVIDAMENTO PÚBLICO”**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, para obtenção do título de Doutor em Economia, área de concentração em Economia.

Aprovada EM 19 DE JUNHO DE 2020.



**Prof. Ulisses Pereira dos Santos**  
(membro interno)  
(CEDEPLAR/FACE/UFMG)



**Prof. Gilberto de Assis Libânio**  
Coordenador do Curso de Pós-Graduação  
em Economia

À minha família.

À minha companheira, Jacqueline.

À vida.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço à Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), instituição tão importante para os brasileiros e para os mineiros, em especial; ao Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (Cedeplar) e ao corpo docente a ele pertencente, principalmente, aos professores da Pós-Graduação em Economia; e à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), cujo suporte financeiro concedido foi essencial para este trabalho.

Ao meu orientador, Fabrício J. Missio, pela dedicação; a cada conversa, as coisas clareavam-se mais.

Agradeço aos colegas, sobretudo, da turma de 2015, com os quais o convívio foi mais próximo. Pessoas sensacionais! Sopram bons ares pelas bandas de Belo Horizonte.

## RESUMO

O objetivo desta tese é analisar as razões pelas quais a economia brasileira não sofreu com uma crise externa durante sua crise econômica de 2015-2016. A crise externa é desencadeada por graves desequilíbrios do Balanço de Pagamentos (BP), em geral decorrentes da saída brusca e significativa de capitais. Ademais, o objetivo é mostrar que a contra-face da não ocorrência dessa crise é a piora dos indicadores de endividamento público. Para isso, utiliza-se o marco teórico da Hierarquia Internacional das Moedas (HIM) e a abordagem dos modelos pós-keynesianos que incorporam o arcabouço do Regime de Metas de Inflação (RMI). Essa integração permitiu mostrar como interagem as mudanças no Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) e as decisões de política econômica locais. Primeiramente, analisa-se criticamente os modelos de crises cambiais. Em seguida, expõe-se o arcabouço da HIM e das assimetrias do SMFI e como atua, nesse contexto, uma economia periférica que opere sob RMI. Com isso, evidenciam-se as implicações teóricas para a política monetária, cambial e de endividamento público. O segundo passo é sistematizar, a partir de evidências de reduções das ocorrências de *default* e reestruturações das dívidas, da redução dos níveis de endividamento externo (inclusive de curto prazo) e da redução da utilização dos créditos concedidos pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), a evolução e a transformação do quadro internacional que se iniciou na década de 1980. Identificam-se dois fatores fundamentais: a elevação da liquidez internacional e a elevação dos preços das *commodities*, a partir da década de 2000. Esses fatores propiciaram o acúmulo de reservas internacionais, sobretudo, por parte da periferia. Diante disso, estabelece-se um panorama comparativo entre as décadas de 1980, 1990 e 2010 para a economia brasileira. Os núcleos referenciais para esse exercício são: a crise da dívida externa, em 1982; a crise macroinstitucional de 1999; e a grave recessão de 2015-2016. O que se observa são indicadores de solvência e liquidez externas, radicalmente diferentes e significativamente melhores, durante a crise de 2015-2016, *vis-à-vis* às crises anteriores (além da redução da dolarização do passivo externo). Em seguida, desenvolve-se um modelo (em linha com a tradição que concilia os modelos pós-keynesianos com o RMI) cujo intuito é entender como a política econômica da economia brasileira reagiu ao choque externo positivo entre 2006-2012 (período de maior acúmulo de reservas). Entre outros fatores, o que o modelo teórico mostra é um cenário com: apreciação da taxa de câmbio real; elevação das esterilizações realizadas pelo Banco Central (BC); e aumento do endividamento público. Diante disso, buscam-se corroborar, a partir de alguns dados, os resultados teóricos encontrados. O que se observa é uma relação próxima entre o acúmulo de reservas e a elevação do saldo das operações compromissadas (utilizadas, nesse período, principalmente na realização de esterilização). Sua participação no total da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e no PIB atingiu patamares preocupantes e, como mostrado, eleva-se significativamente a partir da deterioração dos indicadores fiscais afetados pela recessão de 2015-2016. Conclui-se que o acúmulo de reservas (choque externo positivo) possibilitou a melhora dos indicadores do setor externo da economia brasileira, embora, no curto e médio prazo, as esterilizações realizadas nesse período constituam-se em um elemento importante na composição do endividamento público.

Palavras-chave: Crise externa. Economia brasileira. Hierarquia Internacional das Moedas. Sistema Monetário e Financeiro Internacional. Esterilizações. Endividamento público.

## ABSTRACT

The purpose of this thesis is to analyze the reasons why the Brazilian economy did not suffer from an external crisis during its 2015-2016 economic crisis. External crisis is triggered by serious imbalances in the Balance of Payments (BP), in general resulting from the sudden and significant outflow of capital. Furthermore, the objective is to show that the counterpart of the non-occurrence of this crisis is the worsening of public debt indicators. For this, the theoretical framework of the international currency hierarchy (ICH) and the approach of post-Keynesian models that incorporate the framework of the inflation targeting regime (ITR) are used. This integration made it possible to show how changes in the international monetary and financial system (IMFS) and local economic policy decisions interact. First, from the criticism of the exchange rate crisis models, the ICH framework and the asymmetries of the IMFS are exposed and how a peripheral economy that operates under ITR operates in this context. As a result, the theoretical implications for monetary, exchange rate and public debt policy become evident. The second step is to systematize, based on evidence of reductions in default occurrences and debt restructuring, improvements in external indebtedness (including short-term ones) and a reduction in the use of credits granted by the International Monetary Fund (IMF), the evolution and transformation of the international scenario that began in the 1980s. Two fundamental factors are identified: the increase in international liquidity and the rise in commodity prices since the 2000s. These factors have led to the accumulation of international reserves, mainly peripheral economies. Therefore, a comparative panorama is established between the 1980s, 1990s and 2010 decade for the Brazilian economy. The reference nuclei for this exercise are: the foreign debt crisis, in 1982; the 1999 macro-institutional crisis; and the severe recession of 2015-2016. What is observed is radically different and significantly better solvency and liquidity external indicators during the 2015-2016 crisis vis-à-vis previous crises (in addition to the reduction in dollarization of external liabilities). Then, a model is developed (in line with the tradition that reconciles the post-Keynesian models with the ITR) whose aim is to understand how the economic policy of the Brazilian economy reacted to the positive external shock between 2006-2012 (period of greatest accumulation reserves). Among other factors, what the theoretical model shows is a scenario with: appreciation of the real exchange rate; increase in sterilizations performed by the Central Bank (CB); and increased public debt. Therefore, it is sought to corroborate, from some data, the theoretical results found. What is observed is a close relationship between the accumulation of reserves and the increase in the balance of repo operations (used, in this period, mainly in the performance of sterilization). Its share in the total of the General Government's Gross Debt (GGGD) and in GDP reached worrying levels and, as shown, rises significantly from the deterioration of the fiscal indicators affected by the 2015-2016 recession. It is concluded that the accumulation of reserves (positive external shock) enabled the improvement of the indicators of the external sector of the Brazilian economy although, in the short and medium term, the sterilizations performed in this period constitute an important element in the composition of public indebtedness.

Keywords: External crisis. Brazilian economy. International currency hierarchy. International monetary and financial system. Sterilizations. Public debt.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Ocorrências de <i>default</i> e de reestruturações de dívida soberana com credores privados, 1980-2010 .....	56
Gráfico 2 – Estoque Total de Dívida Externa das Economias Emergentes e em Desenvolvimento, 1980-2018.....	57
Gráfico 3 – Dívida externa de curto prazo e serviço do total da dívida externa, economias de baixa e média renda, 1980-2017 .....	59
Gráfico 4 – Dívida externa de curto prazo e serviço do total da dívida externa para economias de baixa e média renda (média dos períodos), 1981-2017 .....	60
Gráfico 5 – Crédito provido pelo FMI a economias de baixa e média renda (% PIB), 1980-2017 .....	61
Gráfico 6 – Crédito provido pelo FMI para economias de baixa e média renda (Média dos períodos; % PIB), 1981-2017 .....	61
Gráfico 7 – Volume de Liquidez Internacional (Bilhões US\$; 2018=100) , 1980-2018 .....	65
Gráfico 8 – Fluxo de Liquidez internacional, Emergentes e em Desenvolvimento (Bilhões US\$), 1980-2018.....	66
Gráfico 9 – Fluxos de capitais privados, países emergentes e em desenvolvimento (Bilhões US\$), 1980-2018.....	67
Gráfico 10 – Participação chinesa no comércio mundial (%), 1980-2017 .....	70
Gráfico 11 – Exportações de bens e serviços (% PIB), 1980-2017.....	71
Gráfico 12 – Importações de bens e serviços (% PIB), 1980-2017.....	71
Gráfico 13 – Índice de preços <i>commodities</i> , 1980-2018 (2005=100) .....	72
Gráfico 14 – Exportações líquidas de bens e serviços das economias de baixa e média renda (% PIB), 1980-2017.....	73
Gráfico 15 – Saldo em Transações Correntes (% PIB), 1980-2018 .....	73
Gráfico 16 – Reservas Internacionais excluído ouro (Milhões US\$; 2018=100) , 1980-2018 .....	75
Gráfico 17 – Variação das Reservas Internacionais (Bilhões US\$), 1980-2018.....	75
Gráfico 18 – Composição das Reservas Internacionais (Global; % Total alocada), 1995-2018 .....	76
Gráfico 19 – Composição das Reservas Internacionais para países avançados (% Total alocada), 1995-2015 .....	77
Gráfico 20 – Composição das Reservas Internacionais para países emergentes e em desenvolvimento (% Total alocada), 1995-2015 .....	77
Gráfico 21 – Índice da taxa de câmbio efetiva, jun./1994-ago./2018 (jun./1994=100) .....	94
Gráfico 22 – Operações cambiais: <i>Swap</i> cambial (Milhões R\$), 2008-2018.....	95
Gráfico 23 – Reservas Internacionais (Milhões US\$), jan./2000-jul./2018 .....	97
Gráfico 24 – Índice de preços de <i>commodities</i> , 1992-2017 (2005=100) .....	98
Gráfico 25 – Transações correntes (Milhões US\$), 1995-2017 .....	98
Gráfico 26 – Conta financeira (Milhões US\$), 1995-2017 .....	100
Gráfico 27 – Volume de liquidez internacional para o Brasil (Bilhões US\$), 1995-2017.....	100
Gráfico 28 – Taxas de juros relacionadas à política monetária (% a.a.), 1999-2017 .....	102
Gráfico 29 – EMBI + (Risco-país), abr./1994-fev./2020 .....	103

Gráfico 30 – Participação das compromissadas em relação à DBGG e ao PIB (%), dez./2006-dez./2018.....	140
Gráfico 31 – Depósitos compulsórios e operações compromissadas (Média anual; % PIB), 2007-2018 .....	141
Gráfico 32 – Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB), dez./2006-dez./2018 .....	142
Gráfico 33 – Variação real anual do PIB (% a.a.), 1996-2017.....	144
Gráfico 34 – Taxa de inflação - IPCA (% a.a.), 1996-2017 .....	145
Gráfico 35 – Utilização da capacidade instalada industrial - média (% capacidade instalada), out./2005-ago./2018 .....	146
Gráfico 36 – Variação real anual da Formação Bruta de Capital Fixo (% a.a.), 1996-2017..	146
Gráfico 37 – Índice de Expectativa do consumidor, mar./2010-jul./2018 .....	147
Gráfico 38 – Operações de crédito, mar./2011-set./2018 .....	148
Gráfico 39 – Taxa de desocupação (%), mar./2002-fev./2016.....	149
Gráfico 40 – Receitas e Despesas do Governo Central, jan./1997-jul./2018 (Milhões R\$)...	150
Gráfico 41 – Diferença entre receita e despesa totais do Governo Central, jan./1997-jul./2018 (Milhões R\$).....	151
Gráfico 42 – Necessidade de financiamento do setor público – governo federal (% PIB), dez./2001-jul./2018 .....	152
Gráfico 43 – Dívida líquida do setor público – governo federal (% PIB), dez./2001-jul./2018 .....	153
Gráfico 44 – Taxa implícita de juros, acumulada 12 meses – Dívida Líquida do Governo Federal (%), nov./2002-jul./2018.....	154
Gráfico 45 – Taxa implícita de juros, acumulada 12 meses – Dívida Bruta Gov. Federal (%), dez./2007-jul./2018 .....	154
Gráfico 46 – Vencimento da dívida pública federal total (%), nov./2006-jul./2018.....	155
Gráfico 47 – Vencimento da dívida pública federal interna (%), dez./1999-jul./2018 .....	156
Gráfico 48 – Vencimento da dívida pública federal externa (%), nov.2006-jul./2018 .....	157
Gráfico 49 – Prazo médio de vencimento da dívida pública federal (anos), nov./2006-jul./2018 .....	157
Gráfico 50 – Amortização e Juros (% Total da Dívida Externa), 1980-2018 .....	176
Gráfico 51 – Exportações e importações de bens e serviços de países de alta renda (%PIB), 1980-2016 .....	176
Gráfico 52 – Exportações e importações de bens e serviços, países de média e baixa renda (%PIB), 1980-2017.....	177
Gráfico 53 – Alocação das Reservas Internacionais (% Total mundial), 1995-2018.....	177
Gráfico 54 – Alocação das Reservas Internacionais (% Total para países avançados), 1995-2018 .....	178
Gráfico 55 – Alocação das Reservas Internacionais (% Total para países emergentes e em desenvolvimento), 1995-2018 .....	178
Gráfico 56 – Prazo médio a decorrer das operações compromissadas (dias úteis), 2006-2018 .....	185

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Indicadores do setor externo da economia brasileira (1980-1984).....	82
Tabela 2 – Indicadores do setor público da economia brasileira (1980-1984).....	83
Tabela 3 – Indicadores do setor externo da economia brasileira (1995-1999).....	87
Tabela 4 – Indicadores do setor público da economia brasileira (1995-1999).....	88
Tabela 5 – Indicadores do setor externo da economia brasileira (2011-2016).....	92
Tabela 6 – Indicadores financeiros externos de solvência e liquidez no epicentro das crises .	93
Tabela 7 – Indicadores do setor público da economia brasileira (2011-2016).....	104
Tabela 8 – Posição internacional de investimento, ativos e passivos externos: Brasil (Milhões US\$), 2001-2018 .....	181
Tabela 9 – Evolução dos estoques de ativos e passivos externos; indicadores (%), 2001-2018 .....	182



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Processo gerador da inflação numa economia fechada.....	114
Figura 2 – O processo gerador de inflação e o impacto de uma elevação das esterilizações.	116
Figura 3 – Processo controlador da inflação e a esterilização como instrumento.....	119
Figura 4 – O processo controlador da inflação e o impacto da redução da meta de inflação	121
Figura 5 – Processo gerador de inflação em uma economia periférica aberta .....	126
Figura 6 – Processo controlador da inflação e o impacto da elevação do preço de .....	130
Figura 7 – Impacto da elevação da esterilização no endividamento público .....	131

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – O <i>trilemma</i> e principais fases da mobilidade de capitais.....	64
--	----

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BC	Banco Central
BCB	Banco Central do Brasil
BP	Balanço de Pagamentos
COPOM	Comitê de Política Econômica
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
EUA	Estados Unidos da América
FMI	Fundo Monetário Internacional
HIM	Hierarquia Internacional de Moedas
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
NCM	Novo Consenso Macroeconômico
NMM	Nova Matriz Macroeconômica
OMC	Organização Mundial do Comércio
PIB	Produto Interno Bruto
RMI	Regime de Metas de Inflação
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SMFI	Sistema Monetário e Financeiro Internacional
TM	Tripé Macroeconômico
TN	Tesouro Nacional

## LISTA DE SÍMBOLOS

$\hat{w}$	taxa de crescimento do salário nominal
$\mu$	parâmetro de impacto da diferença entre a participação do salário na renda desejada pelos trabalhadores e a participação efetiva sobre a taxa de crescimento do salário nominal
$\omega_w$	participação do salário na renda desejada pelos trabalhadores
$\omega$	participação do salário na renda efetiva
$\hat{p}$	taxa de inflação
$\phi_1$	parâmetro de impacto da diferença entre a participação do salário sobre a renda efetiva e a participação desejada pelas firmas na taxa de inflação
$\omega_F$	participação do salário na renda desejada pelas firmas
$\phi_2$	parâmetro de impacto das esterilizações na taxa de inflação
est	esterilizações realizadas pelo BC
r	taxa de juros do BC
$r_0$	taxa de juros autônoma do desvio da taxa de inflação da meta
$\delta$	parâmetro de impacto do desvio da taxa de inflação da meta sobre a taxa de juros do BC
$\hat{p}^T$	meta do BC para a taxa de inflação
U	taxa de desemprego
$\gamma_1$	taxa de desemprego autônoma da taxa de juros do BC
$\gamma_2$	parâmetro de impacto da taxa de juros do BC na taxa de desemprego
D	demanda agregada
$\omega^*$	participação do salário na renda de equilíbrio
$\hat{p}^*$	taxa de inflação de equilíbrio
$\beta$	parâmetro de impacto da diferença entre a taxa de inflação e sua meta sobre a esterilização realizada pelo BC
est*	esterilizações de equilíbrio
BP	saldo do balanço de pagamentos
$\sigma_1$	parâmetro de impacto da taxa de câmbio real sobre o saldo do balanço de pagamentos
q	taxa de câmbio real

$\sigma_2$	parâmetro de impacto do nível de preço das <i>commodities</i> sobre o saldo do balanço de pagamentos
$p^c$	nível de preço das <i>commodities</i>
$\sigma_3$	parâmetro de impacto da taxa de juros internacionais sobre o saldo do balanço de pagamentos
$r^i$	taxa de juros internacionais
$e$	taxa de câmbio nominal
$P^f$	nível de preço internacional
$P$	nível de preço doméstico
$\gamma_3$	parâmetro de impacto da taxa de câmbio real sobre a taxa de desemprego
$q^T$	taxa de câmbio real de equilíbrio
$\psi$	parâmetro de impacto da taxa de câmbio real de equilíbrio sobre as esterilizações
$\widehat{D}_G$	variação da dívida do governo
$\lambda_1$	parâmetro de impacto dos condicionantes estruturais de endividamento público sobre a variação da dívida do governo
$d$	condicionantes estruturais de endividamento público
$\lambda_2$	parâmetro de impacto das esterilizações sobre a variação da dívida do governo

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>23</b>
<b>1 HIERARQUIA INTERNACIONAL DAS MOEDAS E ASSIMETRIA MACROECONÔMICA: ELEMENTOS TEÓRICOS PARA ECONOMIAS PERIFÉRICAS.....</b>	<b>30</b>
<b>1.1 Introdução.....</b>	<b>30</b>
<b>1.2 Os modelos de crise cambial: um resumo crítico .....</b>	<b>31</b>
<b>1.3 Assimetrias macroeconômicas.....</b>	<b>39</b>
1.3.1 Políticas cambial e monetária.....	40
<b>1.4 Arcabouço teórico do Regime de Metas de Inflação.....</b>	<b>47</b>
<b>1.5 Endividamento público .....</b>	<b>49</b>
<b>1.6 Considerações finais .....</b>	<b>52</b>
<b>2 MUDANÇAS NO PADRÃO FINANCEIRO E COMERCIAL INTERNACIONAL E DO SETOR EXTERNO DA ECONOMIA BRASILEIRA.....</b>	<b>54</b>
<b>2.1 Introdução.....</b>	<b>54</b>
<b>2.2 Liquidez, comércio e reservas internacionais.....</b>	<b>62</b>
2.2.1 Ciclos de liquidez internacional: volume e fluxo de capitais privados .....	64
2.2.2 Comércio internacional .....	70
2.2.3 Reservas Internacionais.....	74
<b>2.3 As crises brasileiras das décadas de 1980 e 1990 .....</b>	<b>79</b>
2.3.1 A crise dos anos 1980 .....	80
2.3.2 A crise da década de 1990.....	84
<b>2.4 O setor externo da economia brasileira a partir da década de 2000 .....</b>	<b>90</b>
2.4.1 Restrições de solvência e liquidez: comparativo de indicadores.....	90
2.4.2 Acúmulo de reservas internacionais, preço de <i>commodities</i> e taxas de juros internacionais .....	93
<b>2.5 Considerações finais .....</b>	<b>105</b>
<b>3 CHOQUES EXTERNOS E IMPLICAÇÕES DE CURTO E MÉDIO PRAZO PARA UMA ECONOMIA ABERTA PERIFÉRICA COM REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO .....</b>	<b>107</b>
<b>3.1 Introdução.....</b>	<b>107</b>
<b>3.2 O modelo .....</b>	<b>109</b>
3.2.1 O básico do modelo: o processo gerador de inflação .....	109
3.2.2 O processo gerador de inflação em uma economia fechada.....	112

3.2.3 Controle endógeno de liquidez para conter inflação em uma economia fechada .....	117
3.2.4 Processo gerador de inflação em uma economia aberta .....	121
3.2.5 Esterilização como instrumento para conter inflação em uma economia aberta .....	127
3.2.6 Controle da liquidez doméstica e endividamento público .....	130
<b>3.3 Considerações finais .....</b>	<b>132</b>
<b>4 A RELAÇÃO ENTRE O ACÚMULO DE RESERVAS, O SALDO DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS E A DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL NO BRASIL (2006-2012)...</b>	<b>136</b>
<b>4.1 Introdução .....</b>	<b>136</b>
<b>4.2 Choque externo positivo, política monetária e endividamento público .....</b>	<b>137</b>
<b>4.3 Breve análise da crise econômica brasileira de 2015-2016 e seu impacto no setor público .....</b>	<b>143</b>
4.3.1 Evidências da crise recente .....	143
4.3.2 O impacto da queda de atividade econômica nas finanças públicas brasileiras .....	150
<b>4.4 Considerações finais .....</b>	<b>158</b>
<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>160</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>165</b>
<b>APÊNDICE .....</b>	<b>176</b>
<b>Apêndice A .....</b>	<b>176</b>
<b>Apêndice B .....</b>	<b>179</b>
<b>Apêndice C .....</b>	<b>183</b>
<b>Apêndice D .....</b>	<b>184</b>

## INTRODUÇÃO

As crises externas são fenômenos recorrentes em economias periféricas que se encontram, com frequência, em permanente risco de insolvência e iliquidez<sup>1</sup>. A razão principal para isso é o fato de que essas economias são mais suscetíveis aos movimentos econômicos e financeiros internacionais, pois, dependem de suas capacidades de geração de divisas, seja via exportações líquidas, seja pelo influxo líquido de capital. Além disso, elas manifestam maiores riscos estruturais ao capital internacional, ou seja, diante de instabilidades da economia interna, o capital internacional tende a buscar, aplicações e investimentos seguros (o que é conhecido por fuga para a qualidade).

A economia brasileira, historicamente, está sujeita a essas condições. Se fizermos um recorte histórico a partir da década de 1980, período da crise da dívida, passando pela década de 1990, momento conhecido pelas turbulências advindas das crises financeiras externas dos países emergentes, o setor externo se encontra, por todo esse período, no eixo do problema econômico e financeiro brasileiro. A tríade “setor externo – inflação – setor público” norteia a discussão econômica.

Basicamente, pode-se identificar duas narrativas acerca dessa discussão. Uma delas entende que a crise externa seria resultado de desequilíbrios internos. O setor público constituiria a causa do problema externo, bem como a causa última da inflação. Os déficits fiscais comprometeriam a estabilidade dos preços, assim como o equilíbrio do saldo do Balanço de Pagamentos (BP) através das transações correntes. A outra narrativa advoga a causalidade contrária, isto é, o desequilíbrio externo geraria o desequilíbrio fiscal e financeiro da economia brasileira. Os custos do endividamento externo, sobretudo a partir da estatização da dívida externa privada, deterioraram os resultados do setor público e o colapso cambial produz inflação.

Não obstante, a partir de meados da década de 2000, é possível afirmar que os períodos recessivos (crises) enfrentados pela economia brasileira não tiveram, como de costume, o setor externo como eixo central. Tanto as turbulências da crise financeira internacional (2007-2008) e da zona do euro (2010-2011), quanto a crise de 2015-2016, não foram geradas a partir

---

<sup>1</sup> Exceção a essa lógica são os períodos em que os ciclos de liquidez internacional estão em sua fase de alta, isto é, sucederam a fase de escassez de capital do ciclo, ou, da mesma forma, antecedem esse período.



de um colapso do setor externo. Com efeito, os indicadores de fragilidade externa, particularmente devido ao confortável estoque de reservas internacionais, eram francamente favoráveis.

No epicentro da crise econômica de 2015-2016, não se observou um cenário de desequilíbrio das contas externas. Identificamos, portanto, uma mudança no padrão das crises brasileiras. Diante disso, o objetivo do presente trabalho é entender as razões pelas quais essa crise não pode ser considerada nos moldes das crises anteriores, ou seja, ela não tem como fundamento uma crise fiscal associada a graves desequilíbrios no BP. Elucidar essa questão é importante, à medida que, à luz das narrativas descritas acima, fornece a compreensão de que as transformações recentes do Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) têm seu papel na qualidade dos indicadores externos da economia brasileira, embora as decisões de política econômica locais também importem. Esse entendimento favorece o refinamento das políticas econômicas brasileiras, levando à adoção de melhores práticas frente aos movimentos cíclicos internacionais (financeiros e comerciais). A conjunção desses fatores justifica, em nosso entender, a realização do presente estudo.

Para tanto, será utilizado como uma das referências principais o marco teórico acerca da existência de uma Hierarquia Internacional das Moedas (HIM). Esta abordagem se destaca em comparação a um viés mais ortodoxo, por colocar o SMFI e a relação centro-periferia no núcleo da questão, sem abandonar, entretanto, o papel da política econômica doméstica nos problemas periféricos. A hierarquia está na origem das assimetrias do sistema, que se manifestam, entre outros meios, pela assimetria macroeconômica. Esta, por sua vez, tem importante implicação em como a periferia age por meio de decisões de política econômica, em grande medida, reativas às decisões de políticas do centro. Não obstante, essa abordagem tem se dedicado a desenvolver, em especial, as implicações nos âmbitos da política cambial e de política monetária (CONTI, 2011; ANDRADE; PRATES, 2012, 2013; CONTI et al., 2014; De PAULA et al., 2017). Admitimos a possibilidade de incorporar à análise implicações da política fiscal.

Nesse sentido, em termos teóricos, a originalidade desta tese está em propor um modelo que auxilie o entendimento dos impactos de curto e médio prazo dessas mudanças sobre a economia brasileira. Com filiação pós-keynesiana, em um contexto de uma economia periférica aberta, o modelo busca fazer a interconexão entre a política de controle de liquidez

advinda do acúmulo de reservas internacionais e o aumento do endividamento público a partir da queda do crescimento econômico. Em termos empíricos, este trabalho avança em relação à literatura ao sistematizar o processo e as mudanças no quadro internacional que determinaram a ausência de crise do setor externo, na crise brasileira de 2015-2016.

A hipótese aqui sustentada é o fato de a crise brasileira de 2015-2016 não ter se manifestado em crise do BP têm implicações, em parte, sobre o aumento do endividamento público interno. A ideia é que a condição externa favorável induziu à política de acúmulo de reservas, que melhorou alguns indicadores do setor externo brasileiro. Evidentemente, isso também foi uma estratégia deliberadamente adotada pelo governo. No entanto, no decorrer desse processo, em função da política de controle inflacionário, as esterilizações aumentaram que, por sua vez, traduziram-se em alterações na estrutura de endividamento público. Isso fica mais evidente quando da queda da atividade econômica.

A tese encontra-se estruturada em quatro capítulos, além desta introdução e das considerações finais.

O capítulo 1 dedica-se à exposição do arcabouço teórico utilizado. Primeiramente, apresentamos, brevemente, um resumo teórico a respeito dos modelos de crise cambial desenvolvidos nas décadas de 1980 e 1990. Esses modelos, em linhas gerais, não estabelecem o SMFI como um elemento fundamental das crises que recaem sobre as economias periféricas. O sistema econômico interno, as políticas econômicas domésticas e os desarranjos institucionais locais, em última instância, determinam as crises e instabilidades do setor externo das economias periféricas. Os modelos de “terceira geração” incluem outros determinantes. Em seguida, analisa-se criticamente este arcabouço (dos modelos de crises cambiais). Por fim, apresentamos a abordagem da HIM e das assimetrias do SMFI. Esse arcabouço postula um sistema-mundo que opera, ainda que não exclusivamente, a partir de uma relação “centro-periferia”.

A hierarquia monetária que pode ser estabelecida, grosso modo, em três partes: o topo, no qual se observa a moeda-reserva do sistema – atualmente, o dólar; a região intermediária, na qual constam moedas dos demais países centrais; e, por último, na base da hierarquia, as moedas periféricas. Dada à assimetria macroeconômica proveniente dessa estrutura, admite-se que os países periféricos estão à sorte de choques externos advindos dos movimentos da

economia internacional e, muitas vezes, fruto das decisões de política econômica da moeda-chave do sistema ou de outras economias centrais.

Mostra-se, ainda, nesse capítulo, que as implicações cambiais e monetárias são já estabelecidas nessa literatura, com estreita relação. Em um mundo com o dólar fiduciário, com taxas de câmbio flutuantes (em tese) e com relativa liberdade de mobilidade de capitais, as economias periféricas sofrem, não apenas com a questão do nivelamento adequado da taxa de câmbio, mas também com sua volatilidade. Para minimizar esse problema, as autoridades têm de atuar sobre as expectativas dos agentes econômicos através da estabilização da taxa de câmbio.

Em regra, a política monetária nesses países dedica-se à estabilização do nível de preços. Podemos considerar que ela busca, também, a construção de um cenário estável com a finalidade de atrair capitais. Em particular, no Brasil, a taxa básica de juros é mantida elevada, tendo em vista os padrões internacionais. Isso porque, dada sua condição periférica, é preciso lidar com o ônus de operar com uma moeda de baixa liquidez, que o obriga a conseguir meios de compensação perante moedas mais líquidas. Na medida em que juros mais altos elevam o retorno monetário dos ativos periféricos, mantêm-se a expectativa de valorização desses ativos *vis-à-vis* os ativos internacionais. Esse, portanto, é o imbricamento cambial e monetário típico de uma economia periférica que adota Regime de Metas de Inflação (RMI).

Por fim, o primeiro capítulo ainda desenvolve as implicações sobre o endividamento público da assimetria macroeconômica, ou seja, como a questão fiscal periférica se acopla às referidas implicações cambiais e monetárias. Embora pouco desenvolvida formalmente, sabe-se que a condição de integração no SMFI assimétrico gera custos fiscais importantes para as economias emergentes e em desenvolvimento. O custo mais conhecido são os encargos financeiros derivados da elevada taxa de juros praticada. Outro foco desta tese advém das esterilizações realizadas em função da política de acúmulo de reservas internacionais. Em fase de alta dos ciclos de liquidez, acumulam-se elevados custos de absorção dessa liquidez. Após o choque externo positivo, a queda da atividade econômica deteriora a situação fiscal e os custos de esterilização podem, nesse contexto, representar um importante determinante do endividamento.

O segundo capítulo da tese sintetiza, com base nas séries históricas, a evolução do quadro internacional a partir da década de 1980 até o momento atual. Há uma importante evidência de que as ocorrências de *defaults* e de renegociações de endividamento, no período histórico analisado, têm apresentado tendência de queda. O mesmo tem ocorrido com a utilização de crédito concedido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Além disso, tendência importante do período é a redução de um modo geral da trajetória do endividamento externo de economias emergentes e em desenvolvimento, assim como sua parcela de curto prazo.

Na sequência do capítulo, buscamos evidenciar as prováveis razões que justificam o comportamento das referidas tendências. Duas razões principais são apontadas: (i) a evolução e intensificação do volume e fluxos de liquidez internacional aos países periféricos; (ii) o “efeito China”, que ocorre com o aumento da participação dessa economia na economia mundial e as implicações que isso tem, sobretudo, nas economias periféricas.

Entendemos que o panorama internacional contribuiu para a formação das referidas tendências e uma das resultantes finais é a substancial elevação, para o conjunto de países emergentes e em desenvolvimento, do estoque de reservas internacionais. Esse fato possibilita, em tese, a autoproteção das economias periféricas – “exigência” da nova Era pós-Bretton Woods –, a partir do século XXI. A parte final desse capítulo ainda faz um comparativo entre alguns indicadores brasileiros na década de 1980, 1990 e 2010 – períodos de crises e instabilidades – e, com isso, mostra que no período da crise de 2015-2016, embora tenha havido pressão sobre o setor externo e a taxa de câmbio, a situação se mostrou significativamente diferente das antepassadas.

O capítulo 3 desenvolve um modelo formal em que se busca interconectar a ausência de crise externa e as condições de endividamento do setor público. Evidentemente, a referência é a economia brasileira durante a crise econômica de 2015-2016. Mais especificamente, pretende-se trabalhar com um modelo de caráter pós-keynesiano de curto e médio prazo que leve em consideração a ideia de condicionamento periférico das economias em desenvolvimento. Procura-se, ainda, integrar no modelo teórico alguns *insights* decorrentes de eventos empíricos observados no quadro internacional e no setor externo da economia brasileira.

O modelo proposto capta a dinâmica de política econômica no contexto de uma economia periférica que enfrenta uma fase de alta do ciclo de liquidez internacional, isto é, submetida a

choques externos positivos. As variáveis teóricas representativas a esses choques são o preço das *commodities* e a taxa de juros internacional. Ou seja, busca-se trabalhar com os movimentos mais significativos observados entre meados da década de 2000 e 2012 (ver capítulo 2). Para a periferia, esse período foi caracterizado pelo aumento da demanda dos produtos – o que elevou seus preços – e a elevação da liquidez internacional.

Nesse cenário, considera-se certo protagonismo para a política de controle de liquidez doméstica através das esterilizações. O Banco Central (BC) preocupa-se, primeiramente, com a meta de inflação. Logo, as decisões de política econômica em um contexto de choque externo positivo e de uma política deliberada de acúmulo de divisas, incluem o controle de liquidez do mercado doméstico. A resultante do ponto de vista fiscal é a elevação do endividamento público. Assim, a “contra-face” da inserção assimétrica no SMFI é, em um cenário externo positivo, o acúmulo de reservas – que possibilita a redução das taxas de juros – e a elevação do endividamento via controle de liquidez.

O capítulo 4 busca corroborar empiricamente com o argumento e parte dos resultados do capítulo 3, apontando a relação entre o acúmulo de reservas e a elevação das “operações compromissadas”, como esta última aumenta sua participação no endividamento público, no período entre 2006 e 2012, e tem seu peso agravado com a deterioração dos indicadores de endividamento com o advento da crise econômica de 2015-2016. Em seguida, exibe alguns dados macroeconômicos básicos, indicando a gravidade da crise, bem como mostra o impacto da crise nas finanças públicas. Esse capítulo final é importante pelo seguinte: observa-se, diante da evolução do quadro internacional a partir da década de 2000, uma relação perversa entre as esterilizações realizadas em função do acúmulo de reservas internacionais e o endividamento público no Brasil. No período entre 2006 e 2012, houve o acúmulo de reservas internacionais, o que impactou fortemente os parâmetros de liquidez admitidos pelo Banco Central do Brasil (BCB) diante de suas metas de taxa básica de juros e inflação. Esse fato motivou o uso, em nosso entender, excessivo das “operações compromissadas” – instrumento de política monetária –, com fins de “enxugar” a liquidez do mercado (além de, obviamente, formar o “colchão” de reservas).

A literatura que se dedica a investigar a crise fiscal brasileira através da evolução dos gastos e das receitas e do déficit público é exaustiva (SCHETTINI et al., 2011; LARA et al., 2015; GOBETTI, 2015; GOBETTI; ORAIR, 2010, 2015a, 2015b, 2017; COTA, 2017). Todavia,

constatamos a existência de poucas análises dedicadas ao estudo do gerenciamento, da composição e da formação do endividamento. Em outras palavras, são recentes as análises que buscam avaliar o impacto da política monetária sobre o endividamento do governo brasileiro (SALTO; RIBEIRO, 2015; MENDES, 2016b; FERREIRA, 2016); mais especificamente, a participação das chamadas “operações compromissadas” do BCB sobre a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). De fato, essas operações tornaram-se expressivas e atingiram participações na DBGG e no PIB, sem paralelo no mundo, o que pode ter tornado o uso desse instrumento de política monetária um problema (PELLEGRINI, 2017).

Por fim, nas conclusões da tese, encontram-se as principais contribuições da pesquisa e seus resultados. Ademais, indicamos como futuras pesquisas podem ser desenvolvidas a partir das discussões colocadas no presente trabalho.

# **1 HIERARQUIA INTERNACIONAL DAS MOEDAS E ASSIMETRIA MACROECONÔMICA: ELEMENTOS TEÓRICOS PARA ECONOMIAS PERIFÉRICAS**

## **1.1 Introdução**

Este capítulo tem três objetivos. O primeiro é deixar claro que a literatura de modelos de crises cambiais não é totalmente adequada para analisarmos as crises financeiras de economias periféricas, uma vez que não considera, em seu arcabouço, o SMFI e suas assimetrias no centro da discussão. A necessidade de o SMFI estar no núcleo da análise das economias periféricas tem uma razão simples: essas economias, assim como suas decisões de política econômica, em parte, dependem dos movimentos do SMFI e das decisões de política econômica dos países centrais, sobretudo das políticas do país emissor da moeda-chave do sistema. O segundo objetivo, já considerando o arcabouço da HIM, é sistematizar o RMI junto a esse marco teórico. O terceiro objetivo, aproveitando o marco teórico das políticas cambial e monetária no HIM, é sistematizar as implicações de endividamento público de uma economia periférica que opere sob o RMI.

Assim, a elaboração deste capítulo contribui para a fundamentação teórica da tese aqui defendida de que a crise econômica brasileira de 2015-2016 não veio acompanhada de uma crise do BP. Ademais, mostra como a ausência de desequilíbrio de BP está ligada, em parte, ao problema de endividamento público interno. Como será visto no capítulo seguinte, a evolução do quadro internacional possibilitou, de modo geral, certa proteção da periferia do capitalismo por meio do acúmulo do estoque de divisas internacionais. Entretanto, são raras as análises existentes acerca das implicações macroeconômicas desse período de acumulação, em especial, as implicações relacionadas à estrutura do endividamento público interno. O caso brasileiro será analisado empiricamente no quarto capítulo.

Para tanto, a primeira seção do capítulo apresenta um resumo crítico da literatura de crises cambiais. A segunda seção introduz o arcabouço da HIM e as assimetrias macroeconômicas do SMFI, especificando as políticas monetária e cambial, assim como o RMI. A última seção traz as implicações de endividamento público para uma economia periférica cujo arcabouço institucional macroeconômico é o RMI, como é o caso da economia brasileira e seu modelo macroinstitucional do Tripé Macroeconômico (TM).

## 1.2 Os modelos de crise cambial: um resumo crítico <sup>1</sup>

A literatura relacionada aos modelos de crises cambiais é insuficiente para explicar a crise brasileira em 2015-2016. Por outro lado, entendemos que o arcabouço da HIM, associado às assimetrias macroeconômicas num contexto “centro-periferia”, é elemento central para entender a ausência de crise externa no país nesse período. Argumentamos que a insuficiência dos modelos de crises cambiais está associada ao fato de que eles não contemplam no núcleo de seu arcabouço as assimetrias do SMFI e o baixo grau de autonomia das políticas econômicas das periferias *vis-à-vis* às economias centrais.

Existe uma série de modelos teóricos que buscam explicar as crises externas das décadas de 1980 e 1990. Dentre esses, os modelos de primeira geração têm como trabalhos pioneiros Salant e Henderson (1978), Krugman (1979) e Flood e Garber (1984)<sup>2</sup>. Esses modelos foram desenvolvidos na tentativa de explicar as crises sofridas pelos países emergentes desde final da década de 1970 e, principalmente, na década de 1980. A teoria convencional empregada nesses modelos assume que os mercados são eficientes (para esse grupo de modelos especificamente, o mercado de câmbio). Agentes com expectativas racionais fazem o melhor uso da informação disponível, o que implica que os preços dos ativos sempre refletem seus fundamentos. A ideia central é que a crise é decorrente de uma combinação inconsistente entre política de câmbio fixo e políticas econômicas expansionistas promovidas no momento pré-crise<sup>3</sup>, mais especificamente, a tentativa da manutenção da paridade fixa da taxa de câmbio, no longo prazo, associada com a monetização de sistemáticos déficits públicos. Uma vez revelada a insustentabilidade dessa inconsistência entre os fundamentos da política macroeconômica, a tentativa dos investidores e especuladores em se anteciparem ao colapso inevitável alimenta o ataque especulativo (ALVES JR.; FERRARI-FILHO; DE PAULA, 1999).

Nesse caso, entende-se que as crises cambiais são eventos inevitáveis, sejam eles resultados de políticas econômicas domésticas insustentáveis, sejam em virtude da existência de desequilíbrios estruturais. Assume que, sob um regime de câmbio fixo, as políticas monetárias

<sup>1</sup> Esta seção baseia-se em Prates (2002).

<sup>2</sup> Salant e Henderson (1978) são mencionados, pois, elaboram um modelo de preços de *commodities* em que os estoques das mesmas são esgotáveis. Krugman (1979) e Flood e Garber (1984) adaptam esse modelo para outro que busque entender as crises cambiais, que se torna o modelo canônico Krugman-Flood-Garber.

<sup>3</sup> “[...] *excessively expansionary pre-crisis fundamentals*” (FLOOD; MARION, 1999, p. 2).



e fiscais estão subordinadas à política cambial. Ou seja, elas não podem ter objetivos próprios. A confiança nesse regime cambial depende da capacidade do país em gerar receita de exportações. Em outras palavras, os fiadores da estabilidade de um regime cambial e, sendo assim, do setor externo de uma economia, são sua capacidade de gerar receita em moeda forte internacional (dólar, em especial). Evidentemente, importa também o arcabouço de política econômica doméstica que deve estar alinhado para sustentar o regime. Isso significa, grosso modo, a subordinação das políticas monetária e fiscal à política cambial<sup>4</sup>. Nessa geração de modelos, o comportamento dos agentes econômicos não gera efeitos para a política econômica, ou seja, os fundamentos são exógenos (*exogenous fundamentals*).

A crise cambial ocorre em virtude de ataques especulativos. Os agentes econômicos, ao duvidarem da capacidade do governo de manter a paridade cambial desejada, começam a liquidar suas posições em moedas domésticas, enquanto o BC ainda mantém razoável estoque de reservas. No limite, a crise cambial ocorre quando retorno (confiável) não negativo da ação especulativa é esperado por parte dos agentes econômicos. Nesse cenário, todo o estoque de reservas disponível para a manutenção do regime de câmbio é comprado pelos agentes, o que resulta em uma redução súbita desse estoque (PESENTI; TILL, 2000). O resultado final, após o ataque, é a flutuação da taxa de câmbio da economia.

A evolução dos modelos de primeira geração ocorre a partir de contestações de algumas de suas hipóteses. Uma das principais, de acordo com Alves Jr., Ferrari-Filho e De Paula (1999), é a forma mecânica através da qual atua a política econômica e a autoridade monetária. Entre outras críticas, destacam-se a previsibilidade perfeita (PENATI; PENNACCHI, 1989), a existência de preços flexíveis e a substituição perfeita de ativos (FLOOD; HODRICK, 1986; BLACKBURN, 1988; WILLMAN, 1988), a não incorporação de efeitos reais vividos pré-crise (CALVO, 1987), bem como a negligência dos efeitos de controle temporário de capitais na manutenção da paridade cambial, quando adotadas políticas de taxa de câmbio fixo (WYPLOSZ, 1986; BACCHETTA, 1990; DELLAS; STOCKMAN, 1993).

---

<sup>4</sup> Importante destacar que tanto a sustentabilidade das políticas econômicas, quanto a geração de receita de exportação, ou superávit comercial estão, na visão dos agentes econômicos, no espectro futuro, haja vista que antecipam a desvalorização da moeda doméstica, em que ocorre o ataque especulativo e a compra da moeda internacional. Ou seja, a decisão de vender suas posições em moeda doméstica no presente está em função de suas expectativas de desvalorização dessa moeda no futuro.

A partir dessas críticas, a segunda geração debruçou-se sobre os ataques especulativos que ocorreram até meados da década de 1990 – Europa (1992-1993) e México (1994-1995). Esses modelos diferenciam-se em pelo menos dois pontos em relação àqueles da primeira geração.

O primeiro ponto exprime a maior dificuldade das autoridades em manter a paridade cambial, uma vez que as expectativas influenciam as decisões de política econômica. O segundo ponto é o de que os ataques especulativos não apresentam relação direta, em regra, com os fundamentos macroeconômicos. Ou seja, ataques acontecem mesmo na presença de bons fundamentos.

Esses pontos se relacionam com um elemento central nos modelos de segunda geração, que é a interação entre as expectativas dos agentes econômicos e os resultados correntes. Isto é, o pressuposto assumido na primeira geração de modelos de que as decisões dos agentes econômicos não determinam as políticas econômicas e vice-versa foi superado pela geração seguinte. Essa interação é uma novidade nos modelos de segunda geração e implica no fenômeno da autorrealização das crises (*self-fulfilling crises*). A hipótese de crises autorrealizáveis foi originalmente introduzida por Obstfeld (1986) e norteou o trabalho de Eichengreen et al. (1995).

Quando se admite uma interação entre expectativas e resultados correntes, as decisões de política econômica se tornam centrais. Mais especificamente, o que a corrente de segunda geração, iniciada a partir de Obstfeld (1995), foca em primeiro plano é a racionalidade da decisão, por parte do governo, de manter ou não o regime de câmbio fixo (JEANNE, 1996)<sup>5</sup>. Diante da interação entre expectativas e os cenários correntes, “resultados radicalmente diferentes podem acontecer a depender da expectativa dos agentes econômicos”<sup>6</sup>. Daí, a ocorrência de crises, mesmo na presença de bons fundamentos, que é uma das observações empíricas que incentivaram a evolução da literatura.

---

<sup>5</sup> Essa linha de modelos evoluiu para a explicação das crises em países emergentes. Ver Calvo e Mendoza (1996), Cole e Kehoe (1996) e Sachs, Tornell e Velasco (1996).

<sup>6</sup> “[...] *entirely different outcomes can occur depending on the agents’ expectations*” (PESENTI; TILL, 2000, p. 5).

Segundo Flood e Marion (1999, p. 15): “[...] os modelos de primeira geração assumem que o compromisso com uma taxa de câmbio fixa é *state invariant*, enquanto os modelos de segunda geração permitem que sejam *state-dependent*”<sup>7</sup>.

Segundo os autores suprarreferidos, a manutenção de uma taxa de câmbio fixo depende do contexto. Ou seja,

O pressuposto de um compromisso *state invariant* não se adéqua bem com a observação comum ou com o trabalho empírico cuidadoso. O compromisso do governo com a taxa de câmbio fixo é frequentemente restringido por fatores como desemprego, a fragilidade do sistema bancário, o tamanho da dívida pública, ou processos eleitorais. Reconhecer que esses fatores afetam o compromisso do governo com a taxa de câmbio fixo é a principal contribuição da pesquisa de segunda geração<sup>8</sup>.

Isso implica na possibilidade dos modelos de segunda geração assumirem equilíbrios múltiplos. Se entendermos que crise cambial é decorrente da mudança nas expectativas, então, as crises são explicadas, entre outras razões, ou pela volatilidade do mercado financeiro, ilustrada pela mudança de expectativas dos agentes do mercado, ou pela volatilidade da taxa de câmbio, ou por ambas.

O movimento do preço de câmbio, em um modelo que permite resultados múltiplos, é de previsão relativamente difícil. Sendo assim, esses modelos se adéquam melhor aos movimentos do sistema financeiro e monetário global, embora as razões pelas quais as mudanças nas expectativas dos agentes econômicos ocorrem não são explicadas (MASSON, 1999; PESENTI; TILL, 2000).

Mais do que isso, a segunda geração de modelos, assim como a primeira, não explica os elementos estruturais do SMFI. Logo, a natureza da mudança das expectativas dos agentes também não é fundamentada. Ademais, sem o entendimento do arcabouço da HIM e das assimetrias macroeconômicas num ambiente de relações centro-periferia, esses modelos não incorporam uma característica central do mundo real que é o baixo grau de autonomia de

---

<sup>7</sup> “[...] *first-generation models assume the commitment to a fixed exchange rate is state invariant whereas second-generation models allow it to be state-dependent.*”

<sup>8</sup> “*The assumption of a state-invariant commitment does not square well with common observations or with careful empirical work. The government’s commitment to the fixed exchange rate is often constrained by such factors as unemployment, the fragility of the banking system, the size of the public debt or upcoming elections. Recognizing that these factors affect the government’s ultimate commitment to the fixed Exchange rate is a major contribution of the second-generation work*” (FLOOD; MARION, 1999, p. 15).

política econômica da periferia do sistema. Este último ponto, em especial, mudaria o eixo da discussão quanto à tomada de decisão em termos de política econômica – pelo menos nos modelos de segunda geração. Fica evidente, portanto, a relevância de se entender a problemática das crises externas e cambiais a partir de um ponto de vista sistêmico, que inclua uma interação assimétrica do tipo centro-periferia. Esses problemas, como serão vistos a seguir, persistem na terceira geração de modelos.

A literatura de terceira geração, basicamente, desenvolveu-se a partir das crises da Ásia, que ocorreram após meados da década de 1990. Dois são os elementos principais: o papel dos setores financeiros bancários; e o mecanismo de transmissão das crises, já que houve o “efeito contágio” (as crises originaram-se em determinado país ou região e se espalham para outros países e regiões). As duas hipóteses centrais das gerações anteriores, do papel dos fundamentos macroeconômicos internos às economias, nos modelos de primeira geração, e a autorrealização das crises emergentes da interação entre expectativas e resultados correntes, da segunda geração, são também contempladas por essa terceira classe de modelos.

Considerando o papel do setor financeiro bancário nas crises cambiais, admite-se que os fundamentos do setor financeiro interno às economias vulneráveis são cruciais e devem ser monitorados pelas autoridades. Segundo essa literatura, esses fundamentos compõem variáveis antecedentes mais eficazes em prever eventuais crises externas cambiais do que os fundamentos macroeconômicos tradicionais. O sinal mais importante nessa matéria é o que se chama de “descasamento monetário” (*currency mismatch*), que pode ocorrer entre os intermediários financeiros componentes do sistema financeiro doméstico. Se essas instituições estão posicionadas como tomadoras de empréstimos no mercado de crédito internacional, em moeda externa, e, por sua vez, concedem empréstimos no mercado interno, em moeda doméstica, uma eventual desvalorização cambial gera um descompasso patrimonial nessas instituições que, em última instância, serão salvas pelas autoridades públicas.

Além de esse mecanismo de salvaguarda resultar no problema de “risco moral” (*moral hazard*) – sobretudo em um regime de câmbio fixo<sup>9</sup> – a expectativa por parte dos agentes de

---

<sup>9</sup> “Banks will engage in excessively risky borrowing and investment if they expect that the authorities will intervene in the event of massive financial distress. The expectation of financial bailouts can also lead foreign investors to lend with little regard to the riskiness of the projects they are financing. From this vantage point, a fixed exchange rate regime is intrinsically unstable and contains the seed of its own collapse. This is because the apparent stability of the Exchange rate peg leads financial intermediaries to overlook currency

mercado, de que a insolvência do sistema financeiro bancário terá de ser resolvido através de injeção de recursos do governo, reforça a desvalorização cambial. Isso porque se espera um afrouxamento monetário para financiar a operação e, assim como o mecanismo presente na primeira geração de modelos, há uma corrida contra a moeda doméstica e, no limite, a extinção das reservas internacionais. É aí que se observa o caráter “gêmeo” da crise – crise financeira bancária e crise de balanço de pagamentos.

O papel da autorrealização da crise – que na terceira geração está associada ao pânico financeiro<sup>10</sup> – passa pelo papel central dos bancos:

Em uma economia aberta com mercado de capitais irrestritos, os bancos são livres para aceitarem depósitos de residentes e não-residentes, em moeda doméstica e estrangeira. Esses passivos são usados primariamente para financiar investimentos ilíquidos de longo prazo que não podem ser convertidos em dinheiro de imediato. Se os depositantes bancários – residentes e não-residentes – antecipam uma corrida especulativa, eles buscarão trocar seus créditos com a instituição financeira por moeda externa. Os bancos são então obrigados a liquidar seus investimentos para levantar os recursos necessários para pagar seus depositantes. Uma vez que os investimentos são de longo prazo, eles só podem ser liquidados a uma alta taxa de desconto. Como resultado, até um banco bem administrado pode exaurir suas reservas bancárias rapidamente e se tornar insolvente, sendo assim, validando as expectativas iniciais de uma corrida especulativa<sup>11</sup>.

Além do papel dos bancos, os modelos de terceira geração concentram atenção também sobre os mecanismos de transmissão das crises de BP, o “efeito contágio”. O papel dos “fundamentos”, bem como de autorrealização das crises, assim como na questão das instituições financeiras bancárias, estão presentes nas análises desses mecanismos de transmissão. Esses mecanismos se dividem em dois grupos.

---

*risk, and induces them to borrow heavily in foreign currencies without hedging their exposures.”* (PESENTI; TILL, 2000, p. 7).

<sup>10</sup> Para os trabalhos que abordam pânico financeiro associado à abordagem de equilíbrios múltiplos e crises não antecipadas, ver Goldfajn e Valdés (1997), Radelet e Sachs (1998) e Chang e Velasco (1998). Há estudos que, por outro lado, coadunam elementos do risco moral e do pânico financeiro, como Burnside, Eichenbaum e Rebelo (2000) e Schneider e Tornell (2004).

<sup>11</sup> “*In an open economy with unrestricted capital markets, domestic banks are free to accept deposits from both domestic and foreign residents, in both domestic and foreign currencies. These liabilities are used primarily to fund longer term illiquid investments that cannot be readily converted to cash. If bank depositors—both foreign and domestic—anticipate a speculative run, they will seek to exchange their claims on financial institutions for the foreign currency. Banks are then forced to liquidate their investments in order to raise the cash needed to pay off their depositors. Since investments are long-term, they can be liquidated only at highly discounted prices. As a result, even a well-managed bank can quickly exhaust its cash reserves and become insolvent, thereby validating the initial expectation of a run*” (PESENTI; TILL, 2000, p. 7)

O primeiro grupo integra os elementos de comércio e de crédito<sup>12</sup>. Esse grupo de mecanismo de transmissão pressupõe uma interdependência entre países, de forma que, a manifestação em um ou mais países influencia na *performance* de outros. No primeiro caso, do aspecto comercial, uma desvalorização cambial em determinado país pode interferir seriamente em outro(s) através da competitividade no mercado internacional. Assumindo que os países interdependentes têm participação no mercado externo, produzindo bens similares, uma desvalorização torna o bem produzido pelo país da moeda desvalorizada mais competitivo que o bem do país concorrente, forçando-o, eventualmente, a também desvalorizar sua moeda. Neste caso, pode haver implicações sobre as transações correntes do segundo país.

No segundo caso, destaca-se a interdependência entre países que se relacionam com os mesmos credores. Considere que a taxa de câmbio de um determinado país sofra desvalorização e o custo de endividamento, em moeda doméstica, aumente e acarrete dificuldade de pagamento aos tomadores domésticos. Neste caso, é provável que o banco credor opte por uma estratégia de redução geral de risco de seu portfólio e, com essa medida, reduza a oferta de crédito ou até mesmo cancele novos refinanciamentos de modo a prejudicar outros países financiados (KAMINSKY; REINHART, 2000).

O último elemento considera a emergência do contágio fruto da assimetria de informações. Diante do alto custo de informação sobre os países que fazem parte das escolhas de portfólio, pode haver um comportamento mímico de agentes e instituições investidoras, aproveitando o processamento de informações de outras instituições e agentes. Pesenti e Till (2000) afirmam existir o que se chama de *clusters* de especialistas, que detêm e processam informações de determinado país ou grupo de países. Por não terem as mesmas informações que os especialistas, as ações dos demais investidores são meras reproduções de comportamentos, resultando em comportamento de manada (*herding behaviour*). Para Calvo e Mendoza (2000, p. 81), esse mecanismo se sobrepõe ao próprio conceito de contágio:

Contágio é definido como uma situação em que investidores maximizadores de utilidade optam por não pagar por informação que seria relevante para suas decisões de portfólio – sendo assim fazendo-os suscetíveis a reagirem a rumores sobre países em específico – ou em que investidores fazem a escolha ótima de imitar portfólios de mercados arbitrários. Assim, contágio é refletido em realocações de portfólio que

---

<sup>12</sup> Calvo e Reinhart (1996) denominam esse grupo de “*fundamentals-based contagion*”.

não são diretamente relacionados aos “fundamentos” determinando as propriedades de risco e retorno dos ativos<sup>13</sup>.

Nessa literatura, não ficam claras as razões pelas quais as condições estruturais observadas nos momentos de crises se formam (essas condições estruturais são fundamentais e compreendem a relação centro-periferia; refletem, entre outros fatores, a inconversibilidade das moedas periféricas e a baixa autonomia das políticas econômicas). É muito mais uma investigação sobre as ocorrências de crises em si do que uma análise sobre o panorama geral do sistema. Como observado, três pontos são ilustrativos em relação às três gerações de modelos, respectivamente: (i) fundamentos macroeconômicos; (ii) autorrealização; (iii) sistema bancário e contágio. Exceto pelo elemento de contágio, contido nos modelos de terceira geração e que oferece um componente sistêmico, todos os outros refletem uma “perspectiva isolada” da crise, ou seja, dependentes de tomadas de decisões exclusivamente locais – países ou regiões nas quais as crises acontecem.

Como já mencionado, essa não é a perspectiva que se pretende utilizar como instrumento teórico de análise para o objeto e problemática colocados nesta tese. Reconhecemos as limitações dessas abordagens. Considerando que a questão central é por que a crise brasileira de 2015-2016 não incorreu em crise externa e a relação dessa ausência de desequilíbrio com o endividamento público, entende-se que uma análise baseada no SMFI é um arcabouço teórico mais adequado.

O SMFI e suas assimetrias não constituem o cerne das análises feitas pelo marco teórico dos modelos de crises cambiais. De fato, os modelos evoluíram e trazem *insights* importantes para a lógica interna a essas crises, mas pouco oferecem em termos de explicações quanto à formação e constituição das estruturas que condicionam o sistema. É possível admitir que a terceira geração de modelos inclui, timidamente, o SMFI em suas análises, ainda que de forma pontual e não aprofundada. Entende-se que, em se tratando de economias periféricas na maior parte dos objetos de análise, o SMFI tem papel central nas decisões de política econômica e nos choques externos vividos por essa classe de economias. De modo que, com o objetivo de entender e explicar suas crises financeiras é essencial adotar um arcabouço teórico

---

<sup>13</sup> “Contagion is defined as a situation in which utility-maximizing investors choose not to pay for information that would be relevant for their portfolio decision - thereby making them susceptible to react to country-specific rumors - or in which investors optimally choose to mimic arbitrary 'market' portfolios. Thus, contagion is reflected in portfolio re-allocations that are not directly related to the 'fundamentals' determining the risk and return properties of asset returns.”

que vá além dos modelos de crises cambiais. Com efeito, essa crítica já está contida em Prates (2002).

Diante disso, este capítulo, a partir daqui, introduz o arcabouço do HIM e das assimetrias do SMFI, bem como suas implicações para as políticas econômicas das economias periféricas. A seção a seguir inicia esse arranjo pelas assimetrias macroeconômicas.

### 1.3 Assimetrias macroeconômicas

Ocampo (2001) ressalta os problemas que a estrutura financeira internacional apresenta. Isso porque, em sua visão, a evolução das economias, sobretudo aquelas em desenvolvimento, dependem também de suas escolhas de política econômica locais, mas não só, pois, essas sofrem influências dos ciclos de alta e de baixa gerados pelas finanças globais (*externally-generated boom-bust cycles of international finance*). Nesse sentido, os resultados das políticas econômicas domésticas, embora necessárias, têm efeitos limitados e custos significativos diante do SMFI vigente. E, associados a essa questão, determinam três problemas básicos incorporados: (i) a instabilidade do mercado financeiro; (ii) assimetrias macroeconômicas e financeiras fruto da disposição “centro-periferia” do sistema; (iii) processo de globalização de natureza assimétrica e incompleta, juntamente com demais problemas advindos desse fator.

A instabilidade do mercado financeiro não é característica apenas dos mercados emergentes, mas também das economias avançadas. Diante da grande quantidade de informações e dos custos de processamento, os agentes necessitam adotar estratégias (rotinas) que simplifiquem a tomada de decisão. Esse *modus operandi* – que condensa as opiniões e expectativas, formando as convenções nos mercados –, quando associado com as novas tecnologias financeiras e de informação (o que facilita o comportamento especulativo), adicionam mais volatilidade ao mercado.

É nesse contexto amplo que precisamos avaliar as assimetrias macroeconômicas que serão abordadas na subseção seguinte.



### 1.3.1 Políticas cambial e monetária

É importante detalhar as características gerais dos países centrais e periféricos. Quanto aos primeiros, eles têm diferentes tamanhos e importâncias. Dois indicadores são fundamentais para a distinção dos países que formam esse grupo, quais sejam, o nível de aceitação de suas moedas para as três funções básicas e, também, para balizarem instrumentos financeiros, como a emissão de dívida em âmbito internacional. Quanto aos países emergentes, suas políticas econômicas compreendem um relativo baixo grau de autonomia, de forma que esse conjunto de países é, em certa medida, *policy taker*. Além disso, podem diferir no âmbito internacional sob vários aspectos, como: tamanho, estrutura produtiva, abertura ao sistema de crédito internacional e redes de proteção financeira (OCAMPO, 2001).

O fato de as moedas das economias centrais cumprirem o papel de moedas internacionais tem implicações importantes no aspecto macroeconômico da assimetria centro-periferia – num primeiro nível, o dólar, seguido das moedas das demais economias industrializadas. A política monetária, sobretudo no país da moeda-chave, apresenta duas facetas: uma de decisão interna à sua economia, isto é, em função de necessidades e ocorrências locais; e, a outra, de faceta internacional, que influencia e afeta outros entes do sistema, sobretudo, as economias mais vulneráveis às decisões das economias centrais (nesse sentido que as decisões de política macroeconômica dessas economias mais vulneráveis, em parte, têm um caráter reativo aos choques externos)<sup>14</sup>.

A assimetria macroeconômica constitui-se em uma das assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. Essas assimetrias têm, em sua origem, uma hierarquia monetária internacional. No atual sistema, o dólar constitui-se como o núcleo da hierarquia monetária. Em seguida, posicionam-se outras moedas de nações industrializadas. Por fim, tem-se as moedas periféricas de um modo geral. É atrelado a esse fenômeno está o conceito de conversibilidade, isto é, o atributo de determinada moeda em realizar as três funções básicas em âmbito internacional – unidade de conta, reserva de valor e meio de liquidação de contratos e transações (PRATES; CINTRA, 2007). Este atributo se apresenta em diferentes

---

<sup>14</sup> Esses choques podem ser de naturezas diversas, através dos fluxos de capitais, dos preços de *commodities* ou alterações nos valores relativos de outras moedas. Nesse sentido, as economias em desenvolvimento, quase sempre, estão na tarefa de se ajustarem e responderem a esses choques externos. É dado a essa condição que Ocampo (2001) se refere às economias periféricas como “*business-cycle takers*” e às economias centrais, “*business-cycle makers*”.

graus, que obedecem à posição hierárquica das moedas. As moedas que não estão próximas ao dólar no núcleo hierárquico têm menor grau de conversibilidade, ou, são não-conversíveis<sup>15</sup>.

Em outras palavras, implícita à estrutura hierárquica das moedas existe um componente de confiança, que, por sua vez, manifesta-se em graus decrescentes a partir da moeda reserva do sistema. A moeda reserva não incorre em risco de preços, pois, faz, ela própria, o papel-chave como reserva de valor (grau absoluto de confiança). Todas as outras, a partir dessa, incorporam algum grau de risco de preços. Outros riscos adicionais recaem sobre as moedas abaixo da moeda-chave na hierarquia de moedas, como riscos de crédito e de mercado. A soma desses riscos, na tentativa de atraírem e/ou manterem capital, obriga, a essas economias, o pagamento do que se chama prêmio de risco (CARNEIRO, 2008)<sup>16</sup>.

Esses riscos são inerentes, sobretudo, aos países periféricos e, nesse sentido, repelem os investidores em momentos de maior incerteza. O contrário ocorre com as moedas fortes, que atraem, em momentos de crise e de maior incerteza, as decisões de portfólio dos agentes econômicos por constituírem posições mais seguras e líquidas. Na tentativa de evitar forte desvalorização de suas moedas próprias, gerando problemas financeiros como o descasamento patrimonial, as economias em desenvolvimento precisam pagar um prêmio de risco sobre a taxa de juros básica internacional que, segundo Serrano (2002), pode ser definida unilateralmente pela moeda-reserva do sistema. Em geral, quanto mais distante do núcleo hierárquico das moedas, maior o prêmio de risco pago. De acordo com Prates e Cintra (2007, p. 16), “[...] essa regra de formação da taxa de juros resulta em diferentes graus de autonomia política dos países pertencentes ao sistema. Em outras palavras, a assimetria monetária implica assimetria macroeconômica”.

A assimetria macroeconômica, por sua vez, implica menores e maiores graus de autonomia de política econômica. Significa, ainda, que os países periféricos têm menor capacidade de combater os ciclos econômicos, isto é, realizar políticas econômicas anticíclicas, tanto no período de escassez, quanto no período de abundância de recursos – pressupondo um cenário

---

<sup>15</sup> Para aprofundamento do conceito de conversibilidade e suas implicações, ver Carneiro (2008).

<sup>16</sup> O que se expressa nesse parágrafo pode ser sumarizado na proposição contida em Belluzzo e Carneiro (2004, p. 220): “Num mundo marcado pela mobilidade de capitais e taxas de câmbio flutuantes, as (*n-1*) moedas do sistema podem ser hierarquizadas conforme seus riscos de crédito e prêmios de liquidez em relação à moeda-reserva”.

de livre mobilidade de capitais. Em outros termos, os países centrais, por contarem com moedas conversíveis, têm a capacidade de influenciar satisfatoriamente os ciclos internos às suas economias através da política monetária.

Em outras palavras, as economias periféricas estão, em alguma medida, à mercê dos ciclos econômicos oriundos das políticas econômicas (sobretudo monetária) realizadas no país emissor da moeda-chave e, em menor proporção, nos países próximos ao núcleo da hierarquia monetária. Na reversão dos ciclos, o mundo em desenvolvimento é o primeiro a sofrer as consequências (fuga de capitais, queda dos preços dos ativos, desvalorização cambial, entre outros efeitos).

É evidente que, diante do que se colocou até aqui, as economias na condição de periféricas enfrentam um problema de natureza de política macroeconômica: o grau de autonomia que esses países têm em promover política econômica para objetivos domésticos específicos é incerto. Outra manifestação do menor grau de liberdade da política econômica da periferia é a necessidade de transmissão de credibilidade aos investidores e entidades internacionais. Segundo Ocampo (2001, p. 11):

À parte as assimetrias monetárias internacionais, há evidência significativa de que políticas no mundo em desenvolvimento não possam ser consideradas inteiramente “autônomas”. O ponto mais importante nesse aspecto é o fato que se espera que países em desenvolvimento se comportem de forma a gerar “credibilidade” aos mercados financeiros, o que significa que se espera que pratiquem política pró-cíclica (de austeridade) durante as crises. O fato de que as políticas de austeridade estão presentes durante as crises por sua vez geram pressões econômicas e políticas para adotarem política pró-cíclica também durante economia real aquecida. Agentes não financeiros e intermediários financeiros resistem às suas possibilidades de gastar ou emprestar, enquanto que as autoridades estão felizes por terem espaço para respirarem após período de austeridade. Em outras palavras, não só são ausentes os incentivos de ajuste durante as atividades aquecidas, mas a aplicação drástica das regras de austeridade durante as crises distorcem os incentivos encarados pelos agentes econômicos e as autoridades durante o ciclo de negócios (por que você deveria fazer ajustes também durante o aquecimento das atividades?)<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup>“Aside from asymmetries associated with international currencies, there is significant evidence that policies in the developing world can by no means be considered entirely ‘autonomous’. The most important issue in this regard is the fact that developing countries are expected to behave in ways that generate “credibility” to financial markets, which means that they are expected to adopt pro-cyclical (austerity) policies during crises. The fact that austerity policies have been in place during crises in turn generates economic and political-economy pressures to adopt pro-cyclical policies during booms as well. Non-financial agents and financial intermediaries then resist restrictions on their ability to spend or lend, whereas authorities are just happy to have some breathing space after a period of austerity. In other words, not only are the incentives to adjust absent during booms, but the drastic application of austerity rules during crises distorts the incentives that economic agents and authorities face throughout the business cycle (why should you also adjust during booms?).”

Argumenta-se que os governos praticam políticas pró-cíclicas durante a fase de aquecimento e que, decorrente disso, precisam fazer ajustes severos nas fases recessivas. Entretanto, Ocampo (2001) afirma que, por serem obrigados a fazerem política austera durante os períodos de crise, os países em desenvolvimento acabam por fazer políticas pró-cíclicas também na fase de cheia do ciclo por uma pressão natural. Mesmo as políticas de controle de capitais e os estabilizadores automáticos, estes últimos advindos da doutrina de que políticas discricionárias geram distorções, manifestam-se de forma pró-cíclica, uma vez que o momento de maior acúmulo de riscos ocorre no percurso do período de alta do ciclo, em que a atenção aos riscos contidos nas liberalizações comerciais e financeiras na periferia está menor.

Nesse contexto, abordando especificamente as políticas econômicas periféricas, no tocante à política cambial, dois elementos são reconhecidos na literatura como determinantes das taxas de câmbio das economias periféricas: os fluxos de capitais de curto prazo; e as expectativas dos diferenciais de retorno e liquidez que ofereçam lucro no curto prazo (BARBOSA; JAYME Jr.; MISSIO, 2018). Isso porque, nessas economias, tanto os fluxos de capitais são mais voláteis, como também porque elas sofrem os reflexos da política monetária do centro do sistema, em particular da moeda-reserva. Esses fatores fazem com que as autoridades monetárias das economias em desenvolvimento atuem no mercado de câmbio. Esse tipo de operação tem o objetivo de evitar grandes valorizações ou desvalorizações. Diante disso, evidencia-se uma importante e estreita relação entre a política monetária e a política cambial nas economias periféricas, visto que suas taxas de juros de política monetária, em grande medida, são decididas, também, com objetivo de controle cambial. Dessa forma, diante de livre mobilidade de capitais, a política monetária da periferia tem relativo baixo grau de autonomia (DE PAULA et al., 2017).

Por outro lado, nos momentos de reversão de expectativas, dos ciclos, e/ou da preferência pela liquidez, os países periféricos encontram-se mais vulneráveis do que aqueles centrais, pois, representam maiores riscos, em grande medida, reflexo da inconvertibilidade da moeda, isto é, por se encontrarem na base da hierarquia monetária. Diante desse contexto, a questão é saber quais são as alternativas que restam aos países da periferia. Para responder a essa questão, usaremos de um arcabouço que associa a hierarquia monetária ao arquétipo de política econômica *à la* Keynes (ver DE PAULA et al., 2017).

Primeiramente, esse arquétipo pode ser exibido através da seguinte codificação<sup>18</sup>:

$$r_a = a + q - c + l \quad (1.1)$$

Onde  $r_a$  é o retorno total esperado do ativo (em termos de valor e conveniência em manter o ativo no portfólio), “ $a$ ” é a depreciação ou apreciação esperada do ativo, “ $q$ ” é o retorno esperado, “ $c$ ” é o custo de manter posse do ativo, e “ $l$ ” é o prêmio de liquidez, que traduz a facilidade de disposição desse determinado ativo (este é o fator que confere eventual conveniência e segurança em estar comprado no ativo).

Em um mercado competitivo de ativos, na decisão de alocação dos seus portfólios, os agentes escolhem aqueles que apresentam os maiores retornos esperados e se desfazem daqueles de relativo menor retorno esperado. Essa dinâmica leva a uma situação de equilíbrio na qual há a equalização dos rendimentos – supondo, nesse processo, a homogeneidade dos ativos em questão. Esse equilíbrio se manifesta, também, em relação ao preço dos ativos. A dinâmica desse processo competitivo pelos ativos de maiores retornos esperados faz com que os preços desses ativos variem até que o equilíbrio seja atingido. Este, em termos de preços, significa que há uma equalização desses pela arbitragem. A intenção é, portanto, entender como funciona a equação (1.1) dentro do arcabouço da HIM, nos moldes já retratados aqui.

O SMFI possibilita aos agentes econômicos a alocação de recursos nas mais variadas moedas. A formação de portfólios constitui-se através das escolhas feitas com base nos retornos totais sobre os quais esses agentes depositaram suas expectativas. O retorno total esperado do “ativo-moeda” será determinado pelos valores observados assumidos pelos elementos da equação (1.1) –  $a$ ,  $q$ ,  $c$ ,  $l$ . Por meio da dinâmica do processo de equalização dos retornos, será determinado seu preço.

Nesse contexto, então, “ $a$ ” pode ser considerado de alta volatilidade, uma vez que, para países periféricos, esperam-se altas e frequentes variações dos valores de suas moedas. Ainda, “ $q$ ” equivale à taxa de juros básica da economia e “ $c$ ” representa a abertura financeira do país emissor do ativo ao SMFI. Expressar a definição de “ $l$ ”, no entanto, necessita de um pouco mais de esforço.

---

<sup>18</sup> A notação utilizada segue De Paula et al. (2017).

Dentro do arcabouço com o qual estamos lidando, as moedas com incapacidade de exercer as funções serão consideradas ilíquidas ou de baixa liquidez internacional. No outro extremo, a moeda-reserva do sistema será de máxima liquidez, enquanto que as moedas intermediárias serão líquidas, porém, menos líquidas que a moeda-chave. Na equação 1.1, “ $l$ ”, isto é, o prêmio de liquidez será tão maior quanto mais próximo ao núcleo da estrutura hierárquica o “ativo-moeda” estiver.

Isso posto, em determinadas circunstâncias, pode-se chegar a um equilíbrio do tipo<sup>19</sup>:

$$a_c + q_c - c_c + l_c = a_p + q_p - c_p + l_p \quad (1.2)$$

De forma que, a diferença do prêmio de liquidez entre um ativo em moeda central e moeda periférica é:

$$l_c - l_p = (a_p + q_p - c_p) - (a_c + q_c - c_c) \quad (1.3)$$

Para compensar a diferença no prêmio de liquidez<sup>20</sup>, e para que a igualdade da equação 1.2 seja válida, é preciso que o ativo do país periférico incorra em uma elevação na apreciação esperada ( $a$ ); uma elevação do retorno monetário ( $q$ ); e/ou uma redução nos custos de carregamento ( $c$ ).

Em geral, a abertura financeira, que é uma *proxy* para o custo de carregar o ativo (quanto menos aberta a economia, maiores os custos para o influxo de capital), é um fator mais rígido (depende de decisões políticas mais burocráticas), de modo que costuma-se associar a redução da diferença entre prêmio de liquidez entre centro e periferia através da elevação da taxa de juros básica (“ $q$ ”). Isso implica uma mudança em “ $a$ ”, pois, gera a expectativa de apreciação do ativo periférico, uma vez que a elevação da taxa de juros básica atrai fluxos de capitais internacionais. Com isso, parte do retorno obtido na periferia não é “revertido” em uma eventual saída do capital internacional, haja vista o ganho obtido com a apreciação cambial. Nesse sentido, em linhas gerais, a diferença do prêmio de liquidez é suprida através do diferencial de juros entre a moeda periférica e a moeda reserva do sistema.

<sup>19</sup> Os subscritos “ $c$ ” e “ $p$ ” referem-se, respectivamente, aos termos “centro” e “periferia”. Optamos por manter os termos que vínhamos utilizando. A notação contida em De Paula et al. (2017) utiliza-se dos subscritos “ $n$ ” e “ $s$ ”, referindo-se a “norte” e “sul”.

<sup>20</sup> A condição necessária é  $l_c > l_p$ .

Nesse ponto, está implícito o pressuposto adicional de que não há outra forma de condução da política que não por meio da elevação (variação) da taxa de juros básica. Esse pressuposto faz sentido no conjunto das economias periféricas até, pelo menos, meados da década de 2000. Como veremos mais adiante, nesta tese, a partir desse momento, os países emergentes e em desenvolvimento passam a acumular um montante significativo de reservas internacionais, para além dos montantes já acumulados em algum momento da história, de modo que se pode afirmar que há uma mudança importante nos parâmetros de avaliação de política.

Nos momentos de reversão de expectativas e elevação da preferência por ativos mais líquidos, o movimento natural é a retirada dos ativos periféricos do portfólio dos agentes. Com a elevação da taxa de juros, a fuga dos ativos periféricos seria inibida e os problemas externos e cambiais desses países evitados.

O estoque de reservas internacionais pode fazer esse papel, desde que seja robusto o suficiente para dar credibilidade ao BC, de modo que os agentes econômicos formem a convenção de que a instituição será capaz de suprir a demanda por moeda-reserva nos momentos de elevação da incerteza. Nesse contexto, a autoridade monetária é capaz de manter a paridade esperada pelos investidores internacionais, isto é, obter tal  $a_p$ , de modo que as igualdades 1.2 e 1.3 se sustentem<sup>21</sup>.

A conjectura analisada leva em consideração a política cambial. O problema estaria resolvido se as assimetrias macroeconômicas se resumissem apenas a essa dimensão. Acontece que a solução explorada anteriormente, da elevação dos juros básicos, tem outras implicações para além de evitar a fuga de capital. A taxa básica de juros é também utilizada como instrumento de política monetária no objetivo de estabilização do nível de preços.

Acontece que, diante de uma trajetória de acúmulo de divisas internacionais, *ceteris paribus*, ocorre uma elevação da liquidez doméstica do país emergente em questão. A implicação desse processo não é exata e depende também do regime ou do arcabouço institucional

---

<sup>21</sup> Essas intervenções, de acordo com Andrade e Prates (2013, p. 400), “*is the need to contain the excessive volatility of floating exchange rates, which is much higher than in “center” countries, and/ or the adoption of defensive strategies in the midst of an international financial environment marked by the instability of capital flows, especially those directed to the periphery*”.

vigente em cada país. Logo, a política de estabilização, que é objetivo da respectiva autoridade monetária, tem papel fundamental.

Como esta tese tem como perspectiva os acontecimentos da economia brasileira, o desenvolvimento da próxima seção dedica-se às implicações do referido processo explicitado no parágrafo anterior, que será avaliado considerando um ambiente institucional cujo objetivo principal é a estabilização do nível geral de preços através do RMI.

#### **1.4 Arcabouço teórico do Regime de Metas de Inflação**

Arestis e Sawyer (2008) postulam que o RMI está intimamente relacionado ao que se convencionou chamar Novo Consenso Macroeconômico<sup>22 23</sup>. Esse arcabouço teórico, grosso modo, resulta da junção entre aspectos novo-clássicos e novo-keynesianos e contempla os elementos principais que norteiam a visão da macroeconomia ortodoxa, desde meados da década de 1990. Nesse sentido, as mesmas premissas que fundamentam esse arcabouço teórico embasariam, também, o RMI. Arestis e Sawyer (2008) elencam os principais fatores que aproximam o RMI ao NCM: (i) a determinação do nível de desemprego de equilíbrio pelo lado da oferta; (ii) a negligência quanto ao papel da demanda efetiva e da política fiscal; (iii) a proeminência da política monetária, nesse arcabouço, sobre a política fiscal. Esse último elemento é, certamente, o elo mais explícito entre os dois arcabouços.

Associados a esses elementos, há algumas características gerais contempladas pelo RMI, a saber (Araújo, 2013):

- a) nesse regime, a autoridade monetária tem como principal objetivo a estabilidade do nível geral de preços. A preocupação central é a inflação;
- b) há uma hierarquia de política econômica, na qual prevalece a posição da política monetária sobre a política fiscal. A política monetária é o principal instrumento de política de estabilização, cabendo, à política fiscal, sinalizar credibilidade aos agentes econômicos;

<sup>22</sup> *New Consensus Macroeconomics*. Doravante, NCM.

<sup>23</sup> NCM é encontrado na literatura também sob a alcunha “*New Neoclassical Synthesis*”; cf. Goodfriend e King (1997).



- c) o exercício da função deve ser realizado, de preferência, por um BC independente. O argumento é de que o domínio, de exclusividade da autoridade monetária, dos instrumentos de política monetária emana maior credibilidade aos agentes econômicos, eliminando-se, desta feita, os problemas de inconsistência temporal<sup>24</sup>;
- d) a abertura e transparência por parte da autoridade monetária na busca por seu objetivo, como, por exemplo, a contabilização de metas estabelecidas, procedimentos adotados e se os objetivos foram cumpridos ou não. No caso negativo, razões pelas quais objetivos não foram atingidos e procedimentos futuramente adotados para que o fracasso seja revertido (transparência, em geral, feito através da elaboração de relatórios por parte do BC); e, por fim,
- e) a combinação ideal envolve a estabilização de preços com câmbio flutuante, porquanto, isso estabeleceria uma relação mais saudável entre política monetária e política cambial, no sentido de que as flutuações da taxa básica de juros teriam efeitos minimizados sobre a taxa de câmbio, resultando, por conseguinte, em menores flutuações no produto, sobretudo em economias em desenvolvimento.

Diversos países adotaram o RMI como arcabouço macroinstitucional para combater a inflação, a partir da década de 1990, sendo usado amplamente a partir de então (ARESTIS; SAWYER, 2008; ARESTIS et al., 2011; LOPES et al., 2012). No Brasil, o RMI foi adotado a partir de 1999, após uma severa crise cambial, que modificou, forçosamente, o regime macroeconômico e, especificamente, o regime de estabilização do nível de preços, anteriormente regido por âncora cambial. O novo modelo estabeleceu-se no conhecido Tripé Macroeconômico (metas de inflação, superávit fiscal primário e câmbio flutuante), com inspiração nas proposições de política econômico do NCM, embora não possua um arcabouço teórico preestabelecido e articulado que o implique (NASSIF, 2015)<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> A política discricionária, diante de agentes racionais, não possibilita a otimização dos resultados de política econômica. A política monetária, através de uma regra, inibe o comportamento inflacionista das autoridades, de modo que o plano de política econômica, inicialmente publicado, mantém-se cumprido; ver Kydland e Prescott (1977).

<sup>25</sup> Arestis et al. (2011) estimam o modelo usado pelo BCB – visto que não é revelado publicamente –, utilizando trabalhos publicados pelo próprio BCB, e afirmam que, de fato, é fortemente alicerçado no arcabouço teórico do NCM.

Podemos utilizar a equação genérica da função (implícita) de reação de um Banco Central para explicitar o *modus operandi* do RMI brasileiro (ver ARESTIS et al. 2011):

$$R = R[(R - p)^*, R_{t-1}, (p - p^d), Y^g] \quad (1.4)$$

Observa-se que a taxa de juros nominal ( $R$ ) é função da taxa de juros real de equilíbrio  $[(R - p)^*]$ , da taxa de juros nominal do período anterior ( $R_{t-1}$ ), do desvio da inflação corrente em relação à meta  $[(p - p^d)]$  e do *gap* do produto ( $Y^g$ ). Os dois principais elementos de pressão sobre os preços da equação são o desvio da inflação de sua meta e o *gap* do produto. Tanto  $p - p^d > 0$  quanto  $Y^g > 0$  elevam a taxa básica de juros da economia. Ou seja, fica evidente que, nesse arcabouço, a política monetária de um país que opera sob a condição de periferia não leva em consideração, formal e explicitamente, os movimentos do SMFI.

No tocante a uma economia periférica que adote um esquema de operação tipo RMI, De Paula et al. (2017, p. 11) alertam para alguns problemas:

De fato, mesmo a literatura padrão reconhece que países emergentes enfrentam desafios particulares quando implementam RMI devido a (1) elevado *pass-through*, (2) maior dificuldade de prever inflação porque os choques são maiores e de maior efeito, menor diversificação produtiva, e mercado financeiro doméstico menos profundo, (3) seu passivo externo que é denominado em sua maior parte por moeda externa (pecado original), criando o problema do “medo de flutuação”, e (4) o problema da credibilidade de muitas economias emergentes quanto à política monetária, que é pelo menos parcialmente interdependente a essas características estruturais [...]<sup>26</sup>.

## 1.5 Endividamento público

Embora o regime macroeconômico tenha mudado da década de 1990 para a de 2000, parte de sua lógica se manteve. O câmbio é elemento crucial na estabilização dos preços. Nesse sentido, a promoção da abertura financeira e a atração de capital externo através da taxa de juros elevada constituem-se como parte conjunta do modelo de estabilização da inflação. Ou

<sup>26</sup> “Indeed, even the standard literature recognizes that emerging countries face particular challenges when they put ITR in place due to (1) their higher *pass-through* (see above), (2) the greater difficulty in forecasting inflation because shocks are larger and have stronger effect, the productive diversification is lower, and domestic financial markets are shallower, (3) their external liabilities that are overwhelmingly denominated in external currency (original sin), creating a problem of “fear of floating,” and (4) the credibility problem of many emerging economies regarding monetary policy, which is at least partially interdependent with these structural features [...]”.

seja, o atual RMI brasileiro tem como lógica a manutenção de taxas de juros elevadas e apreciação cambial. Mas qual a implicação teórica, em termos de endividamento público, de uma inserção periférica assimétrica ao SMFI?<sup>27</sup>

Para responder a essa questão, vamos considerar um cenário de abertura comercial e financeira e de atração de capital externo em que: (i) há forte demanda no mercado internacional pelos bens produzidos pela periferia; e, (ii) o período pode ser caracterizado pela redução das taxas de juros internacionais, como no cenário pós-crise financeira internacional. Ora, esses movimentos tendem a causar a sobrevalorização cambial nas economias periféricas.

A economia periférica, aproveitando-se desse panorama, tende a adotar uma política de acúmulo de reservas. Em primeiro lugar, porque necessita acumular divisas internacionais como meio de segurança contra choques externos. Inicia-se um processo de acumulação de reservas, processo esse que é desejável e representa um ganho para as economias periféricas em termos de segurança do BP. A segunda razão é a necessidade de algum controle/intervenção sobre a taxa de câmbio. Ou seja, a experiência histórica mostra que, na fase de reversão dos ciclos, ocorrem diferentes movimentos que pressionam a taxa de câmbio acima de determinados “limites”, o que implica na necessidade da autoridade monetária intervir no mercado cambial.

No compromisso de alcançar a meta de inflação estipulada como objetivo primário, o BC atua para equilibrar os níveis de liquidez. Nesse processo, supondo que o BC não emita títulos próprios, a autoridade monetária utiliza dos títulos públicos emitidos pelo governo que compõem a carteira de ativos. Esse é o processo de esterilização, ou seja, a forma de atuação para que o “excedente” de liquidez gerada por pressão do choque externo positivo seja eliminado do mercado doméstico<sup>28</sup>. Do ponto de vista lógico, esse processo culmina com a

---

<sup>27</sup> Em geral, discute-se a questão das assimetrias macroeconômicas da periferia sob um panorama de quadro externo desfavorável. Em outras palavras, a tentativa é, em regra, organizar o processo a partir da hipótese de um choque externo negativo à periferia. No entanto, como o esforço desta tese segue na direção de entender as implicações macroeconômicas e de parte do processo de endividamento da economia brasileira na ausência de uma crise externa, em 2015-2016, é conveniente que conjecturemos teoricamente a partir de um choque externo positivo. A intenção é que essa reflexão ilumine o período anterior a 2015-2016, mais precisamente entre 2006 e 2012, quando ocorre maior acúmulo de reservas internacionais. É razoável recortar este período como aquele em que a economia internacional teve papel positivo no crescimento econômico brasileiro.

<sup>28</sup> Embora estejamos neste cenário, entendendo a esterilização como um instrumento de controle de liquidez em uma economia aberta, pretende-se, nesta tese, tê-la em mente como um instrumento genérico de controle de liquidez, no sentido de que se numa economia fechada, exerce-se essa mesma função, mas sem responder,

elevação do endividamento público, pelo menos em sua rubrica específica, dentro da contabilidade das finanças públicas.

Uma economia periférica, que opere sob RMI, sofre diferentes pressões que afetam o endividamento público<sup>29</sup>. Em um momento de baixa do ciclo de liquidez internacional ou de choque externo negativo, essas economias são obrigadas a elevarem suas taxas básicas de juros para evitarem crises do BP, assim como para evitar que variações repentinas no câmbio coloquem em risco o controle da taxa de inflação. Esse movimento na taxa de juros tem efeitos sobre as finanças públicas, porque afeta o “serviço da dívida”. Por outro lado, num movimento ascendente do ciclo de liquidez internacional – choque externo positivo –, o endividamento do governo eleva-se por conta da esterilização necessária ao controle de liquidez do mercado doméstico e, conseqüentemente, a manutenção da estabilização do nível de preços.

A assimetria monetária (que implica na assimetria macroeconômica) leva ao condicionamento periférico que reflete, por sua vez, baixos graus de autonomia da política econômica. Os choques externos exercem influências significativas sobre as políticas econômicas das economias periféricas e, em muitos casos, condicionam seu funcionamento. O que é importante perceber é que choques externos negativos e positivos influenciam e interferem nos sistemas econômicos periféricos. Essa ideia está em linha com o que Belluzzo (2001) e Corrêa e Almeida Filho (2002) chamam de “contra-face” do modelo estrutural de abertura financeira desregulada que o Brasil sofreu na década de 1990. Para esses autores, a contrapartida dessa opção de política é a manutenção de altas taxas de juros e endividamento público interno.

Fato é que o choque externo positivo que a economia brasileira sofreu no início da década de 1990, como será visto no capítulo seguinte, não propicia as mesmas possibilidades de acúmulo de reservas que o choque externo positivo ocorrido entre 2006 e 2012 ofereceu. Embora as taxas de juros brasileiras tenham permanecido altas nesse período, quando comparadas com as internacionais, ela apresentou tendência de queda. Isso porque o choque

---

evidentemente, aos choques externos de liquidez. Essa funcionalidade ficará clara no terceiro capítulo que trata do modelo.

<sup>29</sup> De fato, não só as que operem sob RMI, mas também aquelas com algum sistema de controle inflacionário que dependa de poupança externa para ser devidamente executado, como o regime de âncora cambial utilizado no Brasil anteriormente à crise cambial de 1999.

externo positivo possibilitou uma política de acúmulo de reservas internacionais sem precedentes e substituiu a conjunção “juros altos e elevação do endividamento público” para a conjunção “elevados estoques de divisas e endividamento público”<sup>30</sup>.

## 1.6 Considerações finais

No presente capítulo, argumentamos que a literatura de modelos de crises cambiais apresenta limites que dificultam o entendimento da estrutura das crises financeiras – ou a ausência conjuntural dessas –, no contexto de economias periféricas, bem como suas implicações. Ademais, parte dessa limitação está no fato da literatura não contemplar o SMFI e suas assimetrias no núcleo de seu arcabouço analítico. É preciso colocar o SMFI no centro da análise das economias periféricas, pois a dinâmica dessas economias, assim como parte de suas decisões de política econômica são, em parte, reflexo da dinâmica do SMFI e das decisões de política econômica dos países centrais, especialmente daquelas propostas pelo país emissor da moeda reserva.

Em segundo lugar, sistematizamos o RMI junto ao marco teórico da HIM e, por fim, em terceiro lugar, mas não menos importante, exploramos as implicações de choques externos sobre o endividamento público de uma economia periférica, aberta e inserida no SMFI que opere sob o RMI. Especificamente, diante de choques externos positivos significativos, a periferia, a partir de política direcionada para tal, adquire estoque de reservas internacionais suficientes para mudar o panorama do equilíbrio do BP no curto e médio prazo. Todavia, isso a custos fiscais de elevação do endividamento e deterioração de seu perfil quanto à maturação de seus vencimentos (tendo em vista os casos nos quais os instrumentos de política monetária de restrição de liquidez utilizem títulos públicos de curto prazo).

O esforço teórico aqui pode ser considerado um primeiro passo na proposição das razões pelas quais a crise econômica brasileira de 2015-2016 não resultou em uma crise externa – como habitualmente ocorreu desde a década de 1980 – e as implicações dessa ausência sobre as finanças públicas.

---

<sup>30</sup> A tendência de queda da taxa de juros apresentada no referido período ocorreu também, em parte, devido à troca de sistema anti-inflacionário. Isso resultou, a partir da utilização do TM, em câmbio flutuante, sendo este a primeira variável de controle de choques externos em contraposição à taxa de juros no modelo anterior (CORRÊA; ALMEIDA FILHO, 2002).

No próximo capítulo, analisamos a evolução do quadro internacional a partir da década de 1980 e como esse movimento engendrou, de modo geral, o acúmulo de reservas internacionais na periferia do capitalismo – sobretudo, a partir de meados da década de 2000. Entendemos que esse acúmulo de reservas internacionais forneceu maior proteção a essas economias do que em períodos passados. Entretanto, identificamos que pouca atenção tem sido despendida à análise das implicações macroeconômicas dessa política, em especial, as implicações à estrutura do endividamento público (analisadas teoricamente no capítulo 3 e, empiricamente, no contexto do caso brasileiro, no quarto capítulo).

## **2 MUDANÇAS NO PADRÃO FINANCEIRO E COMERCIAL INTERNACIONAL E DO SETOR EXTERNO DA ECONOMIA BRASILEIRA**

### **2.1 Introdução**

Este capítulo tem dois objetivos centrais. O primeiro é mostrar as transformações do SMFI, a partir da década de 1980, com ênfase na década de 2000, a partir de três pilares fundamentais: (i) a elevação cíclica da liquidez internacional; (ii) o “efeito China” e seu impacto nas transações correntes periféricas e centrais; (iii) a elevação do acúmulo de reservas das economias periféricas. O segundo objetivo é detalhar como essas transformações impactaram o setor externo da economia brasileira, em particular.

Como enunciada na introdução desta tese, a hipótese central deste trabalho é de que a ausência de protagonismo do setor externo da economia brasileira, no epicentro da crise de 2015-2016, tem como contrapartida a piora do endividamento público interno. A ideia é que o mecanismo de controle de liquidez, frente ao choque externo positivo a partir da década de 2000, tomou proporções significativas na estrutura do endividamento público interno. Isso fica mais explícito a partir da crise de 2015-2016.

Este capítulo busca oferecer evidências empíricas desse choque externo positivo e sua influência no setor externo brasileiro. O intuito é entender as razões pelas quais a crise econômica de 2015-2016 não se manifestara em uma crise de BP. Constitui-se, com isso, o segundo bloco de construção da narrativa deste estudo.

O ponto de partida é, portanto, a identificação de que mudanças importantes ocorreram nas últimas décadas no SMFI. Essas mudanças incluem: (i) a tendência de redução do endividamento externo da periferia do globo; (ii) a melhora do perfil desse endividamento, expresso na redução de seu estoque de curto prazo; (iii) a queda da utilização de crédito concedido pelo FMI. Ainda que esses fatores tenham se intensificado a partir da década de 2000, iremos investigar se isso surgiu na esteira de um movimento anterior, de modo que analisaremos dados, quando possível, a partir da década de 1980.

A década de 1980 foi um período conhecido pela crise das dívidas externas. Após a elevação das taxas de juros internacionais no final da década de 1970, na esteira da segunda crise do

petróleo, os países emergentes e em desenvolvimento<sup>1</sup> se encontravam com um elevado grau de endividamento externo e, sobretudo, com elevados serviços financeiros associados a esse endividamento. A análise desse contexto histórico deu origem, pelo menos, a outras duas literaturas (além da primeira geração de modelos de crises cambiais, visto no capítulo anterior): a literatura de “excesso de endividamento”<sup>2</sup> e aquela relacionada à crise da dívida soberana e os riscos de calote<sup>3</sup>.

De acordo com esse segundo grupo, a principal razão de comprometimento por parte dos países devedores com a liquidação do endividamento soberano, já que não há um mecanismo de *enforcement* institucionalizado garantidor do cumprimento desses compromissos, é o impacto negativo que um calote realizado por um governo tem sobre sua própria economia. Em outros termos, nem a exclusão dos mercados internacionais de crédito, nem a dificuldade de se refinar são custos estatisticamente significativos de *default*, quando comparados ao custo de uma queda de sua atividade econômica doméstica (PANIZZA; STURZENEGGER; ZETTELMEYER, 2009; BORENSZTEIN; PANIZZA, 2009; GELOS et al., 2011)<sup>4</sup>.

A evidência empírica mostra uma redução na quantidade de eventos de calote e de reestruturação da dívida soberana. Há uma suave redução entre a década de 1980, ápice desses eventos na história recente, e a década de 1990. Essa redução é mais acentuada durante a década de 2000 (GRÁFICO 1).

O que inspirou a literatura de “endividamento excessivo” foi o contexto de elevado estoque de dívida externa dos países emergentes e em desenvolvimento. Um objeto dessa literatura é, entre outros, as formas de negociação entre os devedores soberanos e os credores externos, privados ou não. Por excesso de endividamento, nas palavras de Krugman (1988, p. 254), entende-se “[...] a presença de uma dívida existente, ‘herdada’, suficientemente grande que

---

<sup>1</sup> Usaremos, neste texto, os termos “economias emergentes e em desenvolvimento”, “economias de baixa e média renda” e “economias periféricas” como sinônimos. Todavia, far-se-á a distinção quando se referir aos dados, haja vista que os dois primeiros termos correspondem a grupos diferentes de países, segundo definição de suas fontes. Isso também serve para as economias “avançadas” ou “centrais”.

<sup>2</sup> *Debt overhang*. Ver Sachs (1984, 1986) e Krugman (1985a, b, 1988).

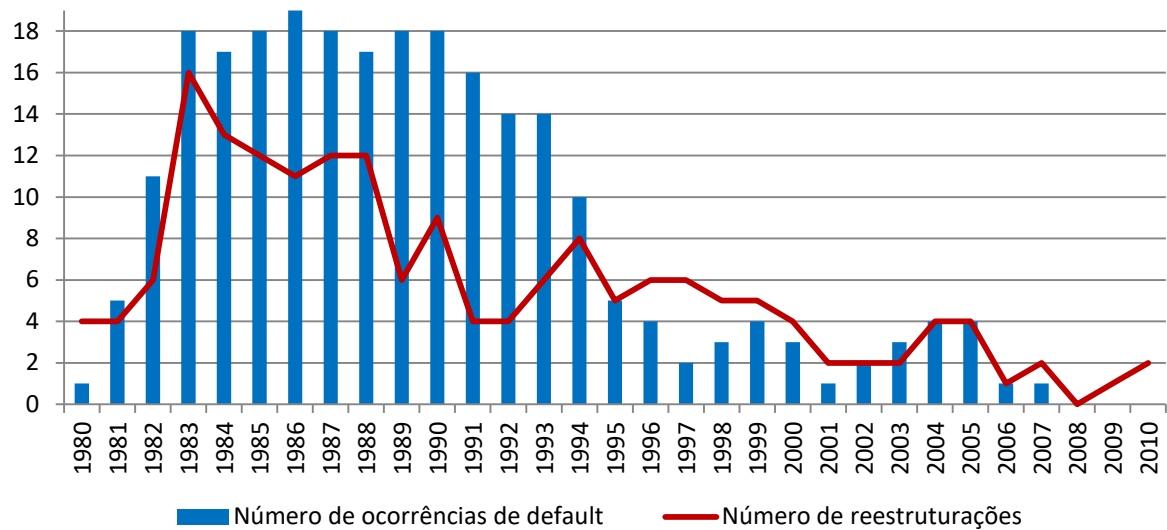
<sup>3</sup> Dívida soberana ou *sovereign debt* é o endividamento devido ou garantido pelo Estado soberano através de seu governo, enquanto que o calote ou *default* é, basicamente, o não cumprimento de um contrato de dívida e pode englobar, também, a reestruturação voluntária dessa dívida, reduzindo o valor recebido pelos credores (TOMZ; WRIGHT, 2013).

<sup>4</sup> Embora haja controvérsia de que aplicar um calote enseje pequeno custo relativo sobre a reputação ou à participação no mercado financeiro. Ver Cruces e Trebesch (2011).



credores não esperam confiantemente ser plenamente paga”<sup>5</sup>. O que a evidência empírica também mostra é que o estoque de endividamento externo das economias periféricas, a partir da década de 2000, está em patamares bem abaixo dos anteriores (GRÁFICO 2)<sup>6</sup>. Ao associar essas duas evidências, é razoável supor uma redução da pressão externa sobre esses países e, por conseguinte, menor propensão em sofrer crises financeiras externas.

Gráfico 1 – Ocorrências de *default* e de reestruturações de dívida soberana com credores privados, 1980-2010

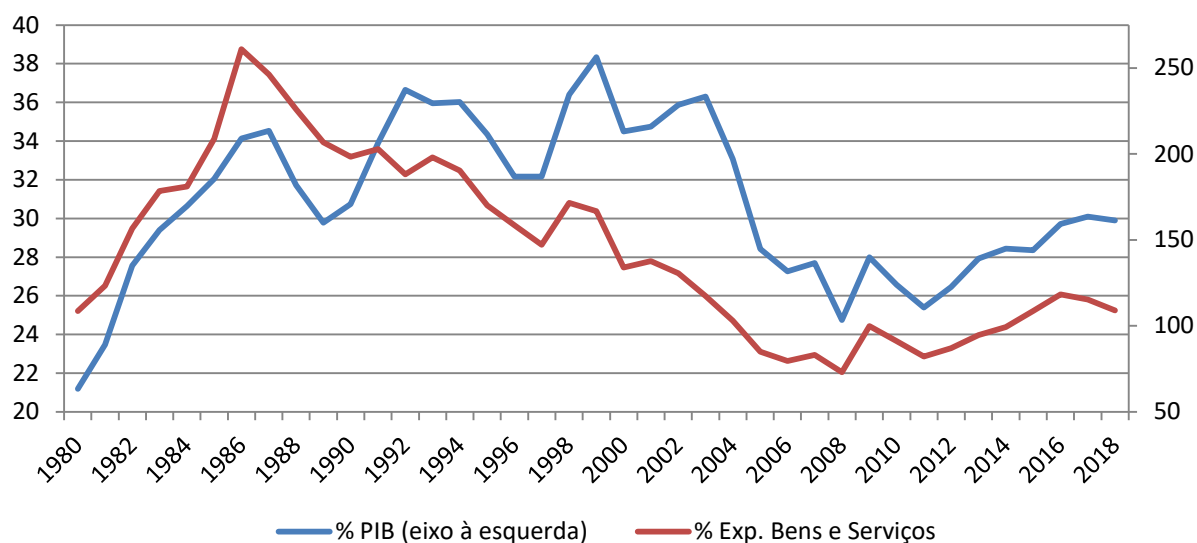


Fonte: Elaboração própria. Para a reestruturação da dívida, dados de Cruces e Trebesch (2011); para as ocorrências de *default*, Enderlein, Muller e Trebesch (2008), Panizza, Sturzenegger e Zettelmeyer (2009).

<sup>5</sup> “[...] the presence of an existing, ‘inherited’ debt sufficiently large that creditors do not expect with confidence to be fully repaid.”

<sup>6</sup> A explicação para essa dinâmica é o continuado envio de recursos ao exterior na forma de serviços financeiros da dívida, que se configuram por crescente amortização e redução de juros, em proporção ao total devido; cf. Apêndice A, Gráfico 50.

Gráfico 2 – Estoque Total de Dívida Externa das Economias Emergentes e em Desenvolvimento<sup>7</sup>, 1980-2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do *World Economic Outlook October 2018*.

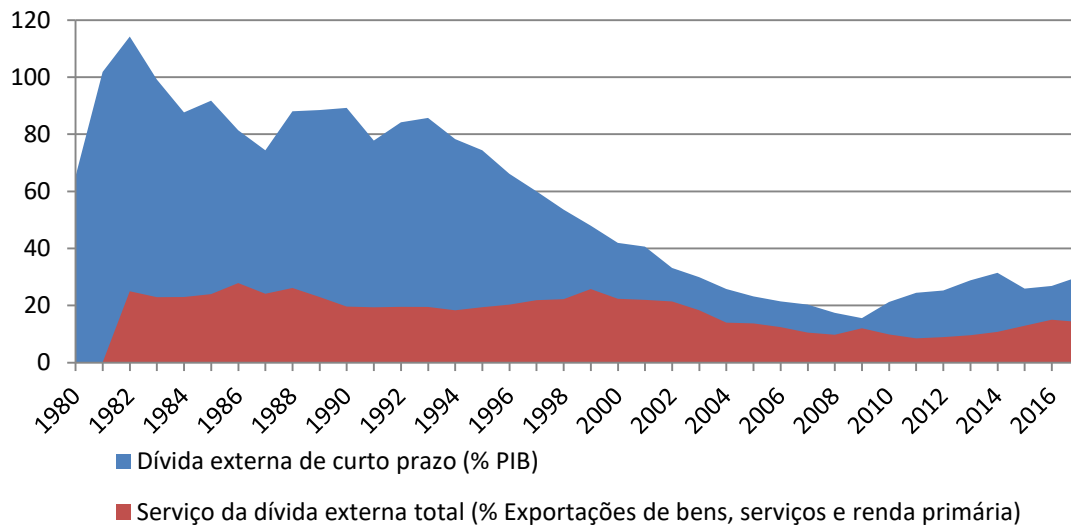
Por sua vez, a principal característica da década de 1990 foi, do ponto de vista do SMFI, a instabilidade do setor externo apresentada pelas economias periféricas<sup>8</sup>. Como esses mercados são semelhantes do ponto de vista dos agentes investidores e especuladores dos mercados financeiros, a emergência de crise em um país rapidamente implica em efeitos deletérios sobre o setor externo de outras economias (efeito contágio).

<sup>7</sup> O grupo “emergentes e em desenvolvimento” compreende 155 países: Afeganistão, África do Sul, Albânia, Angola, Antígua e Barbuda, Arábia Saudita, Argélia, Argentina, Armênia, Aruba, Azerbaijão, Bahamas, Bahrein, Bangladesh, Barbados, Belize, Benin, Bielorrússia, Bolívia, Bósnia e Herzegovina, Botsuana, Butão, Brasil, Brunei Darussalam, Bulgária, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, Camarões, Camboja, Catar, Cazaquistão, República Centro-Africana, Chade, Chile, China, Colômbia, Comores, República Democrática do Congo, República do Congo, Costa do Marfim, Costa Rica, Croácia, Djibuti, Dominica, República Dominicana, Egito, El Salvador, Emirados Árabes Unidos, Equador, Eritreia, Essuatíni, Etiópia, Fiji, Filipinas, Gabão, Gâmbia, Gana, Geórgia, Granada, Guatemala, Guiana, Guiné, Guiné-Bissau, Guiné Equatorial, Haiti, Honduras, Hungria, Iêmen, Ilhas Marshall, Ilhas Salomão, Índia, Indonésia, Irã, Iraque, Jamaica, Jordânia, Kiribati, Kosovo, Kuwait, República Democrática do Laos, Lesoto, Líbano, Libéria, Líbia, Macedônia, Madagascar, Malásia, Malawi, Maldivas, Mali, Marrocos, Mauritânia, Maurício, México, Mianmar, Micronésia, Moçambique, Moldávia, Mongólia, Montenegro, Namíbia, Nauru, Nepal, Nicarágua, Níger, Nigéria, Omã, Palau, Panamá, Papua Nova Guiné, Paquistão, Paraguai, Peru, Polónia, Quênia, Quirguistão, Romênia, Ruanda, Rússia, Samoa, Santa Lúcia, São Cristóvão e Nevis, São Tomé e Príncipe, São Vicente e Granadinas, Senegal, Serra Leoa, Sérvia, Seychelles, Síria, Somália, Sri Lanka, Sudão, Sudão do Sul, Suriname, Tailândia, Tajiquistão, Tanzânia, Timor-Leste, Togo, Tonga, Trinidad e Tobago, Tunísia, Turquemenistão, Turquia, Tuvalu, Ucrânia, Uganda, Uruguai, Uzbequistão, Vanuatu, Venezuela, Vietnã, Zâmbia e Zimbábue.

<sup>8</sup> Isso do ponto de vista da periferia do capitalismo. O início da década de 1990 compreendeu crises cambiais das moedas europeias, o que, inclusive motivou a segunda geração de modelos, como apontado no capítulo anterior.

Diante da abertura financeira assimétrica iniciada e aprofundada nesse período, essas economias passaram a experimentar a volatilidade dos fluxos de capitais privados, em especial, os de curto prazo. O caráter de curto prazo das obrigações é elemento central dessa instabilidade, uma vez que ativos líquidos e de maturidade mais curtas compõem boa parte do portfólio dos aplicadores financeiros internacionais. A partir de meados da década de 1990, entretanto, o endividamento externo de curto prazo das economias de baixa e média renda, de um modo geral, apresentaram tendência de queda – atinge seu patamar mínimo em 2009 e passa a crescer a partir daí em recuperação à grave crise financeira de 2008; bem como atingem menores patamares os serviços da dívida externa total (GRÁFICO 3 e 4).

Gráfico 3 – Dívida externa de curto prazo e serviço do total da dívida externa, economias de baixa e média renda, 1980-2017<sup>9 10</sup>

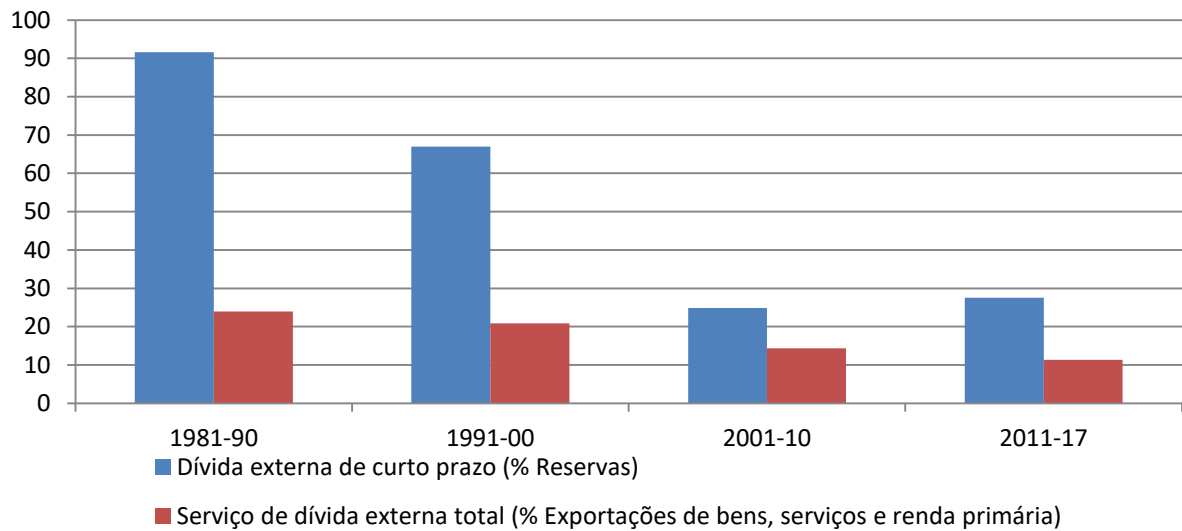


Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Mundial, *International Debt Statistics*.

<sup>9</sup> O grupo “baixa e média renda” compreende 138 países: Afeganistão, África do Sul, Albânia, Angola, Argélia, Argentina, Armênia, Azerbaijão, Bangladesh, Belize, Benin, Bielorrússia, Bolívia, Bósnia e Herzegovina, Botsuana, Brasil, Bulgária, Burkina Faso, Burundi, Butão, Cabo Verde, Camarões, Camboja, Cazaquistão, República Centro-Africana, Chade, China, Cisjordânia e Faixa de Gaza, Colômbia, Comores, República Democrática do Congo, República do Congo, República Popular Democrática da Coreia, Costa do Marfim, Costa Rica, Cuba, Djibuti, Dominica, República Dominicana, Egito, El Salvador, Equador, Eritreia, Essuatíni, Etiópia, Fiji, Filipinas, Gabão, Gâmbia, Geórgia, Gana, Granada, Guatemala, Guiana, Guiné, Guiné-Bissau, Guiné Equatorial, Haiti, Honduras, Iémen, Ilhas Marshall, Ilhas Salomão, Índia, Indonésia, República Islâmica do Irã, Iraque, Jamaica, Jordânia, Kiribati, Kosovo, República Democrática Popular do Laos, Lesoto, Líbano, Libéria, Líbia, Macedônia do Norte, Madagascar, Malásia, Malawi, Maldivas, Mali, Marrocos, Maurícia, Mauritânia, México, Micronésia, Moçambique, Moldova, Mongólia, Montenegro, Myanmar, Namíbia, Nauru, Nepal, Nicarágua, Níger, Nigéria, Papua e Nova Guiné, Paquistão, Paraguai, Peru, Quênia, Quirguistão, Romênia, Ruanda, Federação Russa, Samoa, Samoa Americana, Santa Lúcia, São Tomé e Príncipe, São Vicente e Granadinas, Senegal, Serra Leoa, Sérvia, República Árabe da Síria, Somália, Sri Lanka, Sudão, Sudão do Sul, Suriname, Tailândia, Tajiquistão, Tanzânia, Timor-Leste, Togo, Tonga, Tunísia, Turquemenistão, Turquia, Tuvalu, Ucrânia, Uganda, Usbequistão, Vanuatu, Venezuela, Vietnã, Zâmbia, Zimbábue.

<sup>10</sup> Vale lembrar os efeitos das persistentes baixas taxas de juros internacionais sobre essa dinâmica. Isso será pontuado quando verificados os efeitos do quadro internacional sobre a economia brasileira em seções posteriores.

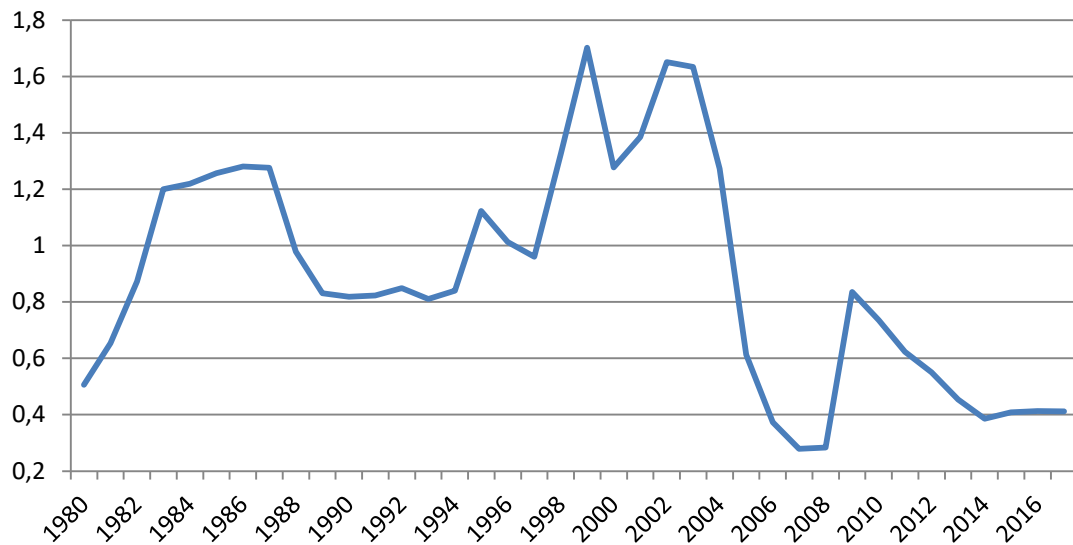
Gráfico 4 – Dívida externa de curto prazo e serviço do total da dívida externa para economias de baixa e média renda (média dos períodos), 1981-2017



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Mundial, *International Debt Statistics*.

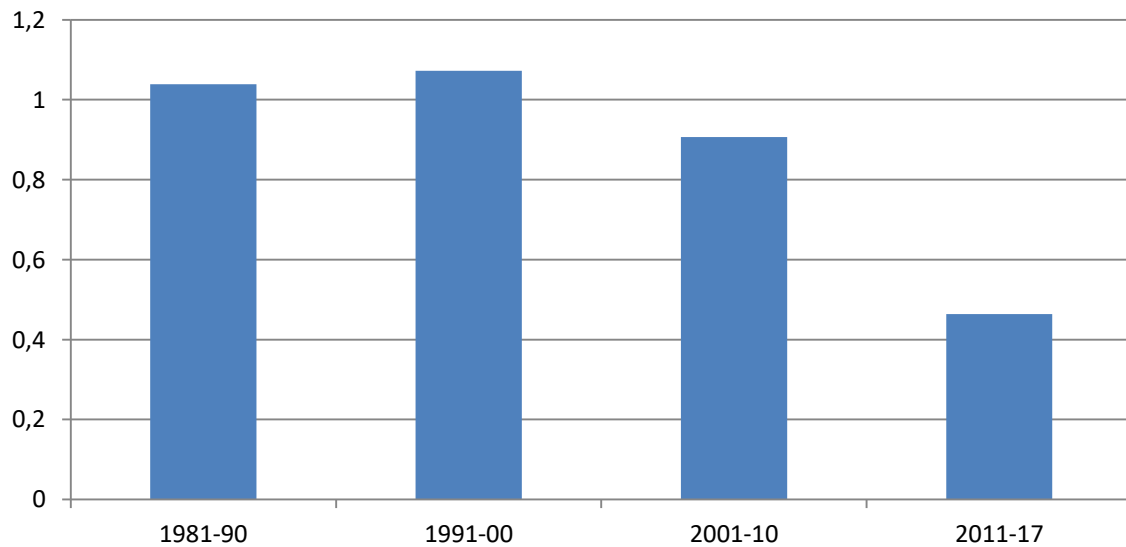
Nos fenômenos ocorridos na década de 1980 e 1990, as deteriorações dos setores externos das economias periféricas ditaram a dinâmica desses países e eram comumente acompanhadas por socorros financeiros providos pelo FMI. Não é difícil imaginar que, no contexto das evidências mostradas até aqui, a utilização de crédito oferecido por essa entidade supranacional apresente sinais de queda. Com efeito, a evidência observada a partir da década de 2000 corrobora essa intuição (GRÁFICOS 5 e 6).

Gráfico 5 – Crédito provido pelo FMI a economias de baixa e média renda (% PIB), 1980-2017



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Mundial, *International Debt Statistics*.

Gráfico 6 – Crédito provido pelo FMI para economias de baixa e média renda (Média dos períodos; % PIB), 1981-2017



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Mundial, *International Debt Statistics*.

Diante desse cenário, fica evidente que não se trata de mudanças em uma economia específica, mas, sim, de um movimento muito mais amplo. Justifica-se, portanto, investigar mais profundamente a evolução do quadro internacional para, a partir daí, buscar-se como esse fator impactou o setor externo da economia brasileira. Mais especificamente, indagamos quais seriam as explicações para a emergência desse cenário de mudanças na conjuntura

internacional. O presente capítulo busca mostrar como evoluiu e quais transformações ocorreram no SMFI que, por sua vez, explicam a mudança do cenário do setor externo das economias emergentes e em desenvolvimento e da economia brasileira, em particular.

## **2.2 Liquidez, comércio e reservas internacionais**

Julga-se que a mudança do padrão da crise brasileira recente, isto é, o fato dela não se configurar em uma crise externa e resultar em pedido de socorro financeiro ao FMI, como observado regularmente nas décadas de 1980 e 1990, é, em grande medida, devido às mudanças que ocorreram no plano internacional. Entendemos que a economia brasileira está inserida em um movimento histórico de evolução do SMFI cujas características, sobretudo a partir da desarticulação do sistema de Bretton Woods, moldam, também, as economias em suas individualidades.

A dinâmica econômica e o período de prosperidade do pós-guerra estão ligados à economia dos EUA e sua relação com as demais potências, em um movimento de aumento da transnacionalização das empresas americanas e abertura do mercado doméstico a produtos europeus e japoneses. Cria-se um cenário, a partir daí, de déficit de balanço de pagamentos estadunidense – compreendido pelos investimentos diretos realizados por firmas americanas no exterior, junto à dinâmica exportadora das potências emergentes –, que, associado ao dólar como moeda forte, constituem um dos principais fatores formadores de um mercado monetário e financeiro mundial de características próprias, denominado “Euromercado”. Novos serviços financeiros são demandados. E, com o tempo, esse novo circuito financeiro oferece mais possibilidades e modalidades de aplicação (como, por exemplo, os *eurobonds*). Assim, como resultado dessa dinâmica internacionalizada, a partir de um processo de integração global, observa-se, entre outros elementos, a ampliação da riqueza fictícia ou financeira (CORRÊA; PEREIRA, 2016).

Nesse contexto, o princípio fundamental do acordo de Bretton Woods é atrelar as diversas moedas do sistema ao dólar e este, por conseguinte, ao ouro. Em outros termos, institucionalizou-se o padrão monetário dólar-ouro, com o objetivo, sobretudo, de determinar um padrão monetário estável.

A criação e instituição do sistema de Bretton Woods, em 1944, buscou solucionar esse problema e, de fato, o sistema desenvolvido, no qual os EUA foram protagonistas, teve êxito até final da década de 1960. Entretanto, no início de 1970, a história, em alguma medida, se repetiria e a manutenção do sistema internacional foi colocada em xeque. A deterioração da posição externa estadunidense, já observada durante a década anterior, colocou sob suspeita a capacidade dos EUA de sustentarem o arranjo criado no início da era do pós-guerra. Essa desconfiança se passava tanto no plano fiscal, como do ponto de vista do estoque finito de reservas em ouro. Em 1971, assim como os britânicos em 1931, os EUA deixam o sistema (TAYLOR, 2013).

A partir desse momento, adentra-se na “Era” que Obstfeld e Taylor (2004) chamam de “*float*”, na qual o sistema existente contempla taxas de câmbio flexíveis, política monetária ativa e fluxos de capitais com baixa ou rara restrição quanto à sua mobilidade (QUADRO 1).

Considera-se, nesta tese, que a formatação dessa nova “Era” de taxa de câmbio flexível, política monetária ativa e da livre mobilidade de capitais – mobilidade esta correlacionada ao aumento das inovações tecnológicas e financeiras – condiciona as economias, em especial as economias periféricas, a buscarem e estabelecerem políticas de segurança monetárias e financeiras próprias, individualizadas. Dadas as transformações financeiras e comerciais a partir do início da década de 2000, essas economias encontram contexto e conjuntura apropriados para a cristalização dessas políticas de segurança, tendo em vista suas vulnerabilidades apresentadas desde o fim do sistema de Bretton Woods. A evolução desse cenário será objeto de estudo da próxima subseção.



Quadro 1 – O *trilemma*<sup>11</sup> e principais fases da mobilidade de capitais

“Era”	Resolução do <i>trilemma</i> – Países escolhem sacrificar:			Nota
	Política ativa	Mobilidade de capitais	Taxa de câmbio fixa	
Padrão ouro	Na maioria das vezes	Raramente	Raramente (durante crises)	Sob amplo consenso
Entre guerras	Raramente	Várias vezes	Na maioria das vezes	Controle de capitais especialmente na Europa Central e América Latina
Bretton Woods	Nenhuma (?)	Na maioria das vezes	Raramente (durante crises)	Sob amplo consenso
Float	Raramente	Tornando-se raro	Tornando-se comum	Algum consenso: exceto currency boards, outros.

Fonte: Adaptado de Obstfeld e Taylor (2004, p. 41).

### 2.2.1 Ciclos de liquidez internacional: volume e fluxo de capitais privados

A liquidez internacional é uma variável importante para se entender a evolução do capitalismo global. Em particular, duas variáveis referentes à liquidez serão analisadas: o volume e o fluxo de liquidez internacional. O volume cresceu, vertiginosamente, exceto por recrudescimentos conjunturais, até 2007 (GRÁFICO 7). Esse movimento ocorre, principalmente, a partir da década de 1990 e de forma mais acelerada a partir do início da década de 2000. Até 2012, o nível do volume de liquidez condizente aos principais países avançados foram, sistematicamente, maiores do que aquele identificado com países emergentes e em desenvolvimento. A partir daí, houve sobreposições havendo, inclusive, períodos em que os países periféricos estiveram envolvidos com maior volume de liquidez (triênio 2014, 2015 e 2016). Curiosamente, esse foi o período mais profundo da recente crise brasileira (2015-2016).

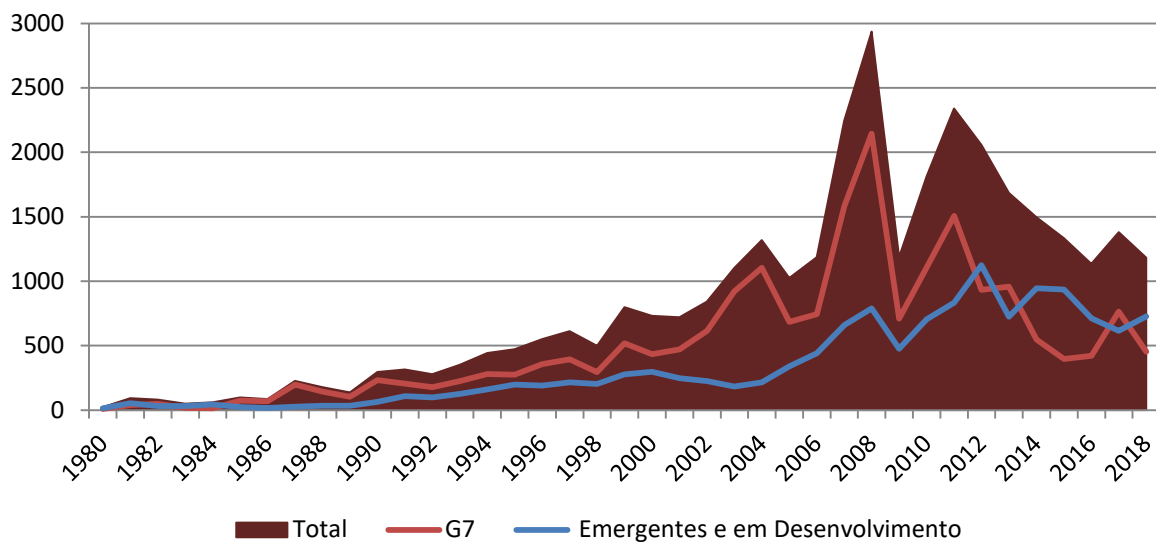
O volume de liquidez internacional indica a magnitude da movimentação do capital financeiro – não se mensura a resultante líquida entre saída e entrada de capital, mas, sim, a somatória dos valores em termos absolutos<sup>12</sup>. A dinâmica do volume se apresenta mais volátil, a partir

<sup>11</sup> “*Macroeconomic policy trilemma*” ou “*inconsistent Trinity*” é colocado da seguinte forma por Obstfeld e Taylor (2004, p. 40): “*a country can not simultaneously maintain fixed Exchange rates and an open capital market while pursuing a monetary policy oriented toward domestic goals. Governments may choose only two of the above. If, monetary policy is geared toward domestic considerations, capital mobility or the exchange rate target must go. If instead, fixed Exchange rates and integration into the global capital market are the primary considerata, monetary policy must be entirely subjugated to those ends*”.

<sup>12</sup> Biancarelli (2009) mensura essa liquidez somando os valores (em módulo) do fluxo de capital privado para países emergentes. As rubricas inclusas são: investimento direto; investimento em portfólio; e outros investimentos. Para o cálculo da liquidez nos países centrais utilizamos, assim como em Resende e Amado

de meados da década de 2000, e com tendência de elevação. Isso ocorre devido às inovações financeiras e tecnológicas que aumentam as possibilidades e a diversificação dos instrumentos financeiros, bem como o alcance e facilidade de operá-los (no contexto de integração financeira e comercial e de tendência à livre mobilidade de capitais que a “Era *float*” contempla). Diante disso, é razoável esperar maiores patamares médios, em regra, de volume da liquidez internacional.

Gráfico 7 – Volume de Liquidez Internacional (Bilhões US\$; 2018=100)<sup>13</sup>, 1980-2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do *World Economic Outlook October 2009* e 2018.

Outra ótica da liquidez internacional pode ser estabelecida através de seu fluxo, que dá uma ideia da saída e entrada do capital externo aos países. Ela é útil para observar a direção do capital estrangeiro e identificar, mais precisamente, os momentos e os períodos dos ciclos de liquidez internacional. Entendemos ciclos como uma fase ascendente, denominada aqui por “alta tendência”, precedida por uma fase descendente, denominada fase de “baixa tendência” (BIANCARELLI, 2009).

Da década de 1980 até o momento atual, podem-se definir, basicamente, três ciclos de liquidez internacional em relação aos países emergentes e em desenvolvimento: o primeiro, datado de 1995-1996; o segundo em 2007; e, o terceiro, em 2010 (GRÁFICO 8).

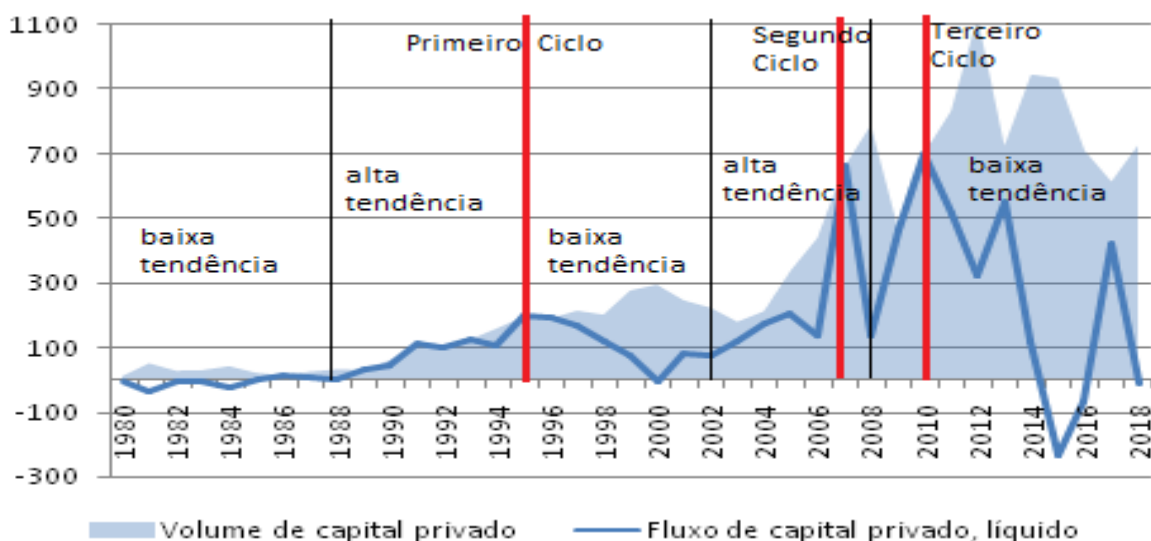
(2007), o grupo de países do G7, embora esses autores utilizem, como um dos componentes da liquidez internacional, “derivativos financeiros” ao invés de “investimento direto”.

<sup>13</sup> O grupo do G7 compreende os países: Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos.

A partir da década de 1990, inicia-se uma elevação do influxo de capitais na direção desses países, configurando-se uma etapa de alta na formação do primeiro ciclo. A crise mexicana de 1994-1995 decreta o fim da alta tendência do capital estrangeiro para as economias emergentes e em desenvolvimento, momento a partir do qual se inicia movimento de redução do influxo de capital privado internacional. Esse período perdura até 2002 e contempla as crises da Ásia (1997), Rússia (1998) e do próprio Brasil (1999). Ela se estende até o início da década de 2000, pela ocorrência da crise das empresas de tecnologia (*dotcom bubble*), o que reforçou a fuga do capital internacional aos ativos de menor risco – dólar e títulos de dívida americana, principalmente.

Em seguida, inicia-se um novo ciclo de liquidez, ou seja, renova-se a tendência de alta do influxo de capital aos países periféricos. Este é o período de maior crescimento da liquidez externa e compreende o intervalo de 2002 a 2007<sup>14</sup>. Ocorre a reversão das expectativas devido à crise financeira global, o que reverte o patamar de capital privado líquido a níveis de 2006. Mas esse movimento se recupera, parcialmente, em 2009 e, enfim, atinge seu pico anterior em 2010. Esse momento demarca o início da baixa tendência do fluxo de capital à periferia. Esse período de baixa tendência prevaleceu, pelo menos, até final de 2018. Importante destacar que pertence a ele o maior vale observado na série histórica (isto é, em 39 anos), em 2015.

Gráfico 8 – Fluxo de Liquidez internacional, Emergentes e em Desenvolvimento (Bilhões US\$), 1980-2018



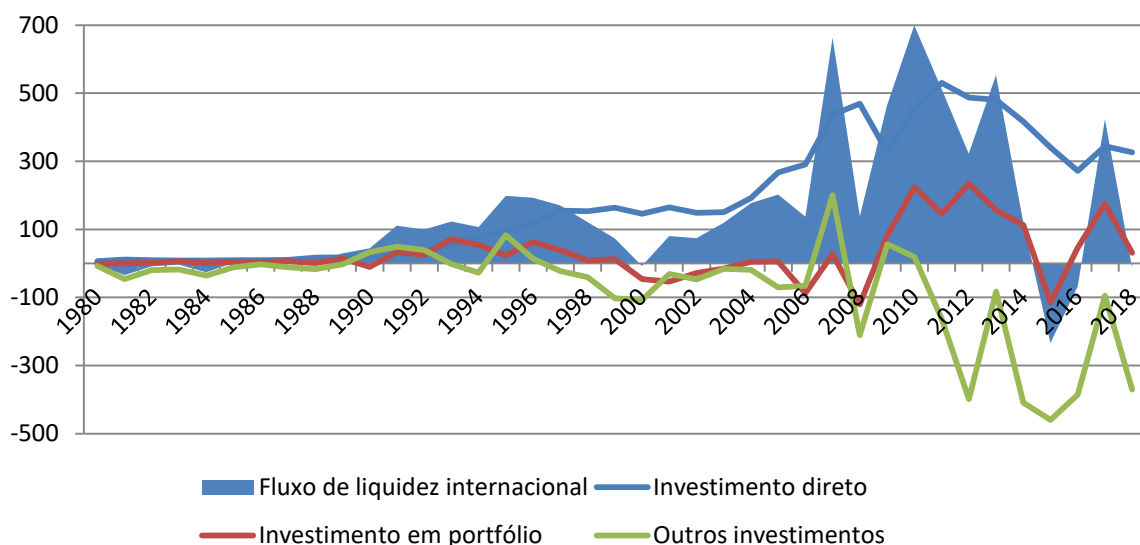
Fonte: Elaboração própria. Dados do *World Economic Outlook October 2009* e 2018.

<sup>14</sup> Bonança financeira internacional identificada por Ocampo (2007), para a América Latina.

Diante disso, pode-se afirmar que a crise brasileira de 2015-2016 ocorreu num contexto externo desfavorável. Esse cenário atinge o grupo de países emergentes e em desenvolvimento como um todo. Ademais, esse fato – a deterioração da liquidez internacional aos países periféricos nesse momento – reforça, parcialmente, a tese defendida aqui de que a crise brasileira recente, embora em contexto externo adverso, não teve em seu epicentro a deterioração de seu setor externo, o que ocorreu em crises vividas pelo Brasil nas décadas de 1980 e 1990.

Desagregar o fluxo de liquidez permite qualificar a observação. Primeiramente, chamam a atenção os níveis dos fluxos de capitais a partir de meados da década de 2000 (GRÁFICO 9). Eles se elevam substancialmente quando comparados aos níveis das décadas anteriores. Outro ponto é a consistência do investimento direto e seu crescimento. Essa rubrica é responsável pelo influxo líquido de capital às economias emergentes e em desenvolvimento. Em terceiro lugar, o afluxo de capital em forma de “outros investimentos” que, após a crise financeira global, tem, persistentemente, abandonado os mercados financeiros periféricos de um modo geral e se caracterizado pela volatilidade. Por último, os investimentos em portfólio que, embora também apresentem caráter volátil, no período posterior à crise de 2007-2008, mantém-se com influxo líquido, exceto em 2015.

Gráfico 9 – Fluxos de capitais privados, países emergentes e em desenvolvimento (Bilhões US\$), 1980-2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do *World Economic Outlook October 2009* e 2018.

O vale observado em 2015 é significativo. Compreende-se o primeiro afluxo líquido desde o ano 2000 (pós-bonança de liquidez no movimento do seu segundo ciclo; vide GRÁFICO 8). Em suma, o que se afirma é o caráter volátil dos investimentos de portfólio e “outros investimentos”, fluxos esses que se caracterizam por serem de curto prazo, enquanto o investimento direto é de mais longo prazo. A rubrica “outros investimentos” teve maior peso no afluxo líquido de liquidez da periferia, em torno de US\$ 460 bilhões (última baixa tendência pós-terceiro ciclo), enquanto que investimento em portfólio contou com a saída próxima de US\$ 114 bilhões. O investimento direto compensou esse movimento, com influxo líquido de cerca de US\$ 340 bilhões. Com efeito, os capitais de curto prazo respondem mais objetivamente à elevação da preferência por liquidez nos momentos de reversão das expectativas.

A intuição é que o capital de curto prazo funciona a partir de uma mecânica comportamental especulativa de operação, e, nesse sentido, sua demanda obedece a uma lógica própria no SMFI. A demanda especulativa por moeda no plano internacional carrega consigo maior complexidade do que quando tratada no plano doméstico. A razão para isso é simples: o custo de oportunidade da posse de uma determinada moeda é, neste cenário, a possibilidade de se manter outra moeda. Em outros termos, a perda cambial de uma moeda espelha o ganho cambial em manter outra (DOW, 1996).

Em momentos de reversão de expectativas após período de bonança, ou momentos de maiores incertezas dos agentes econômicos, a preferência pela liquidez, em regra, se eleva. Com isso, a busca por segurança leva, naturalmente, a aportes de capital em ativos mais seguros e líquidos cotados em moedas conversíveis. Nesse sentido, esse movimento tende a gerar afluxo líquido de capital dos países periféricos em direção às economias centrais, o que reduz o influxo de liquidez nos países emergentes e em desenvolvimento.

Argumentamos que a “Era” pós-Bretton Woods é configurada por políticas monetárias ativas, uma mobilidade de capitais relativamente livres e câmbio flexível. Nesse período, ocorreu uma suave expansão do volume e do fluxo de liquidez até os anos 2000, a partir do qual essa expansão se intensificou. Esses fluxos têm apresentado maior volatilidade, o que impacta predominantemente os mercados periféricos, dadas sua inserção assimétrica no SMFI. Isso se exprime na realidade através da crise da dívida soberana da década de 1980 e nas instabilidades de países periféricos da década de 1990.

De acordo com o que fora apresentado no capítulo 1, as assimetrias do SMFI impactam fundamentalmente as economias periféricas que sofrem de permanente vulnerabilidade externa e volatilidade dos fluxos de capitais e da taxa de câmbio. Sem dúvida, esses são elementos cruciais na avaliação das fragilidades dessas economias, em particular da economia brasileira. Quanto a esta última, as novas formas de vulnerabilidade externa estão presentes e atingem-na através de novos canais (BIANCARELLI; ROSA; VERGNHANINI, 2017). Todavia, transformações no âmbito internacional têm apresentado elementos que, de alguma forma, contrabalançam, numa perspectiva macro, as debilidades não observadas no passado recente. Em nossa visão, isso é corroborado pela ausência de crise do setor externo da economia brasileira em meio a sua crise econômica de 2015-2016. Essa é uma diferença crucial desta crise para com as das décadas de 1980 e 1990.

Nas últimas três décadas, observam-se, no tocante à evolução da liquidez internacional, um aumento significativo de seus volumes e fluxos. Entendemos que os novos patamares atingidos transformam radicalmente os parâmetros, os limites e o alcance das políticas econômicas. Em um sistema global com número finito de economias, a expansão da economia financeira ou fictícia acirra a competição do capital. Em um cenário de inovações financeiras e tecnológicas, com relativa livre mobilidade de capitais, as facilidades de (re)alocação do capital e portfólios entre as economias são intensificadas, o que, diante de reversão de expectativas, favorece a fuga para a segurança em direção às economias centrais. Por outro lado, devido ao volume de liquidez, e, logo, à alta concorrência do capital nas economias centrais<sup>15</sup>, esses fluxos não demoram a retornar às economias emergentes e em desenvolvimento. Isso explica o aumento da volatilidade e das oscilações observadas e do movimento cíclico de relativa alta frequência.

Os movimentos de capitais internacionais respondem às reversões de expectativas, aos aumentos de incerteza, à perda de confiança sobre as moedas, entre outros elementos e fenômenos que alteram o grau de preferência por liquidez e ditam a dinâmica centro-periferia. Ademais, maior vulnerabilidade externa e volatilidade de capital e da taxa de câmbio dos países emergentes e em desenvolvimento também permanecem. Não obstante, crises aos moldes da década de 1980 e 1990 deixaram de ter o espaço e, ao que parece, deixaram de ser um problema econômico brasileiro prioritário nos últimos 20 anos.

---

<sup>15</sup> Vide Kregel (1999).

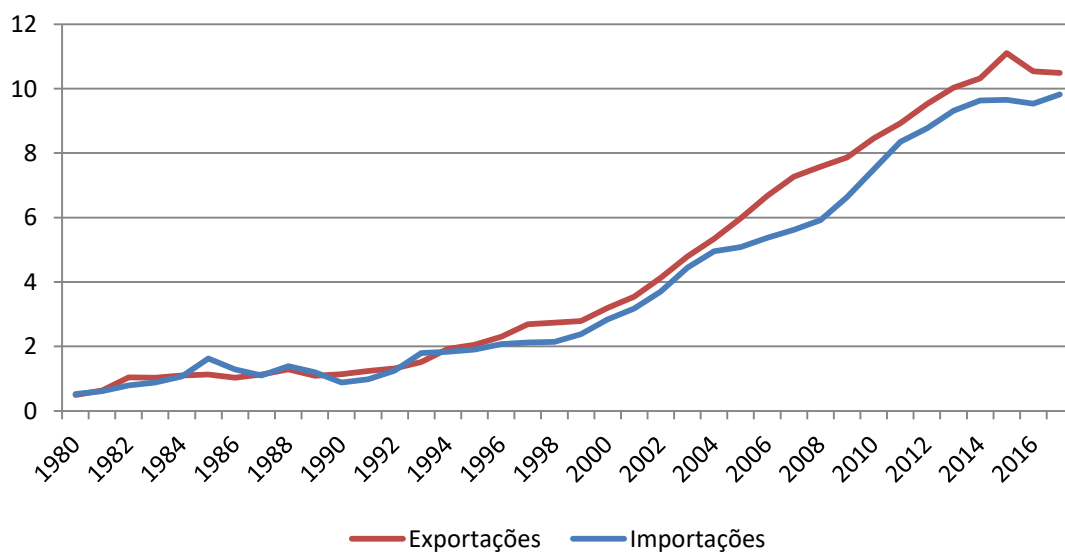
Sequencialmente, considerando-se a tese central deste trabalho, dois outros elementos devem ser devidamente reportados, quais sejam: a transformação do comércio internacional e o acúmulo de reservas. Esses elementos serão abordados nas próximas duas subseções.

### 2.2.2 Comércio internacional

A partir do final da década de 1990 e início da década de 2000, a evolução do comércio internacional está relacionada com o desempenho e desenvolvimento da economia chinesa. Em 2017, a China encontrava-se na segunda posição entre as maiores economias do mundo, com PIB em torno de US\$ 12 trilhões e reservas internacionais acima de US\$ 3 trilhões e, após a crise financeira global de 2008-2009, foi o principal motor de crescimento mundial (LIBÂNIO, 2018).

A China teve sua inclusão na Organização Mundial do Comércio (OMC) oficializada a partir de 2001, concretizando seu processo de abertura comercial que passou, entre outros fatores, pela redução de tarifas de importação. Isso contribuiu para o crescimento de sua participação nas importações globais, saindo de 2,8%, em 2000, para 9,8%, em 2017. O processo de abertura comercial também proporcionou maior entrada dos produtos produzidos pelos chineses no mercado global, elevando sua participação nas exportações de 3,2%, em 2000, para 10,5%, em 2017 (GRÁFICO 10).

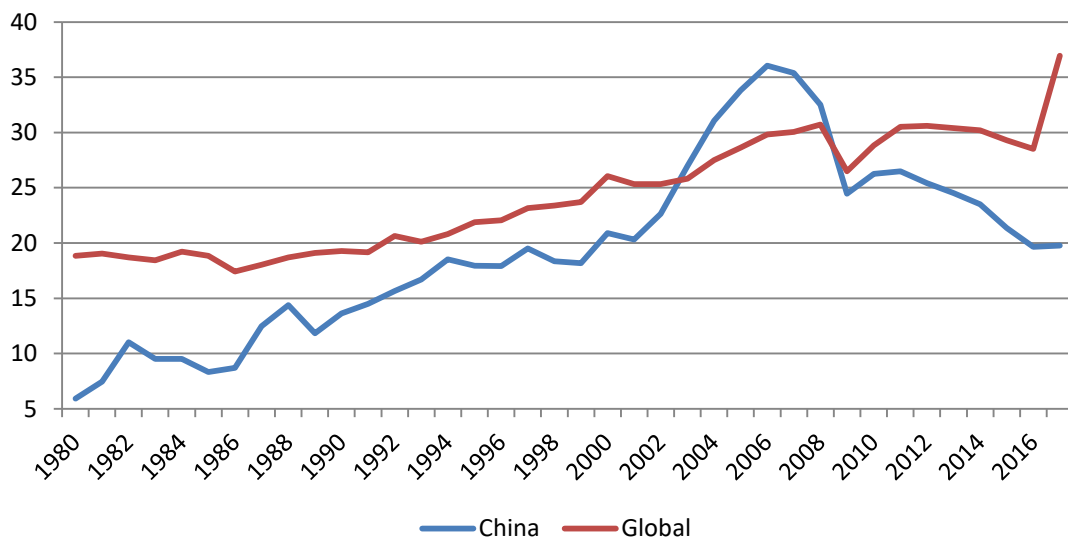
Gráfico 10 – Participação chinesa no comércio mundial (%), 1980-2017



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Mundial, *World Development Indicators*.

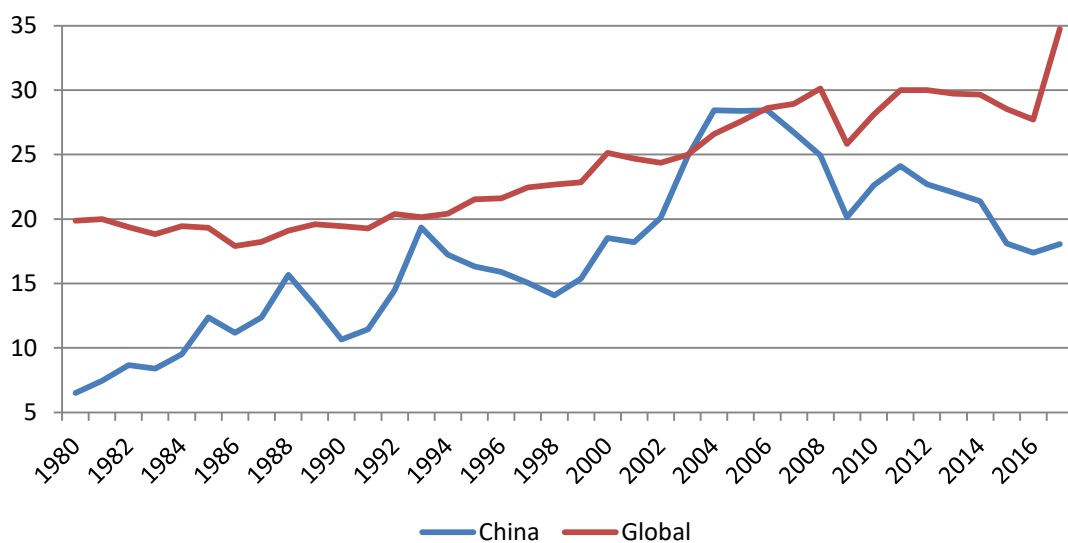
Associado a esse movimento está o aumento da participação do comércio internacional na economia chinesa, o que a enquadra como uma economia de alto grau de abertura (LIBÂNIO, 2012). A participação das exportações no PIB chinês saiu de 5,9%, em 1980, para 19,7%, em 2017. A participação das importações, de 6,5%, em 1980, para cerca de 18%, em 2017 (GRÁFICOS 11 e 12).

Gráfico 11 – Exportações de bens e serviços (% PIB), 1980-2017



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Mundial, *World Development Indicators*.

Gráfico 12 – Importações de bens e serviços (% PIB), 1980-2017

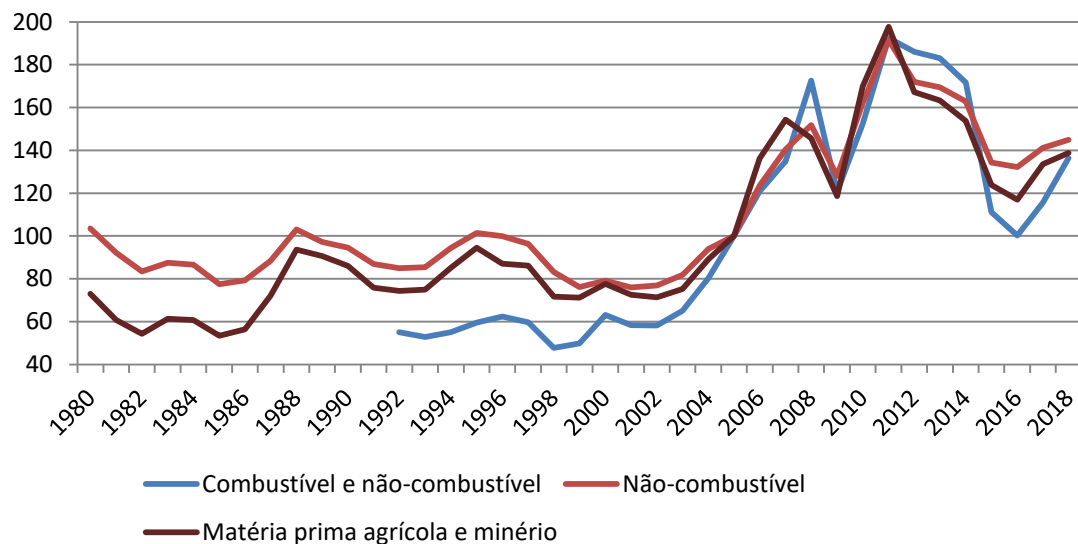


Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Mundial, *World Development Indicators*.



O crescimento da presença chinesa no mercado internacional traz implicações especialmente para as economias periféricas. Isso porque a demanda por produtos primários se eleva, haja vista a expansão dos setores produtivos chineses que têm *commodities* como insumos. Num contexto centro-periferia, esse conjunto de economias se encontra como principal ofertante desses produtos, o que estimula os setores agroexportadores. Segundo Jenkins (2011) e Hiratuka e Sarti (2016), o efeito chinês impacta não só a demanda mundial por produtos primários, como induz a elevação de seus preços. Com efeito, a aceleração do crescimento dos preços das *commodities* coincide com o período de maiores taxas de crescimento da participação chinesa no comércio internacional e deste no PIB chinês (GRÁFICO 13).

Gráfico 13 – Índice de preços *commodities*, 1980-2018 (2005=100)



Fonte: Elaboração própria. Dados do *World Economic Outlook October 2018*.

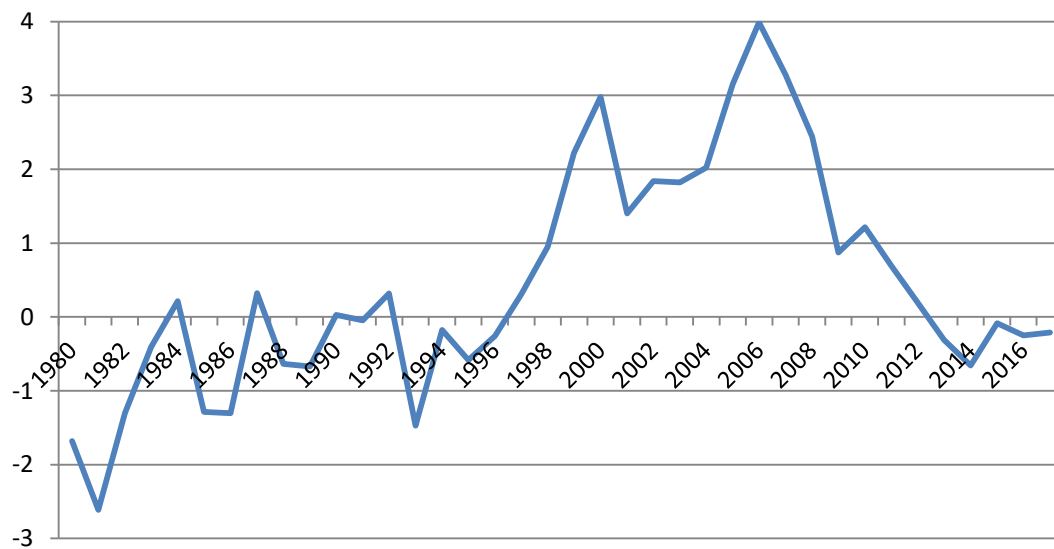
Nota: Dados para o índice que contempla preços de combustíveis e não-combustíveis estão disponíveis a partir de 1992.

O crescimento chinês trouxe também implicações às economias avançadas. A pauta exportadora chinesa transformou-se ao longo do tempo e convergiu-se para uma pauta que é característica de países avançados (RODRICK, 2006)<sup>16</sup>. Isso acirra a competição global no mercado de bens e produtos mais sofisticados. Assim, diante do crescimento do papel da China no comércio global e do tamanho de seus efeitos, o que ocorreu foi uma inversão do

<sup>16</sup> Rodrick (2006, p. 4) destaca o caráter *sui generis* da sofisticação das exportações chinesa: “While labor intensive exports (toys, garments, simple electronics assembly) have always played an important role in China’s export basket, China also exports a wide range of highly sophisticated products. [...] China is an outlier in terms of the overall sophistication of its exports: its export bundle is that of a country with an income per-capita level three times higher than China’s. China has somehow managed to latch on to advanced, high-productivity products that one would not normally expect a poor, labor abundant country like China to produce, let alone export”.

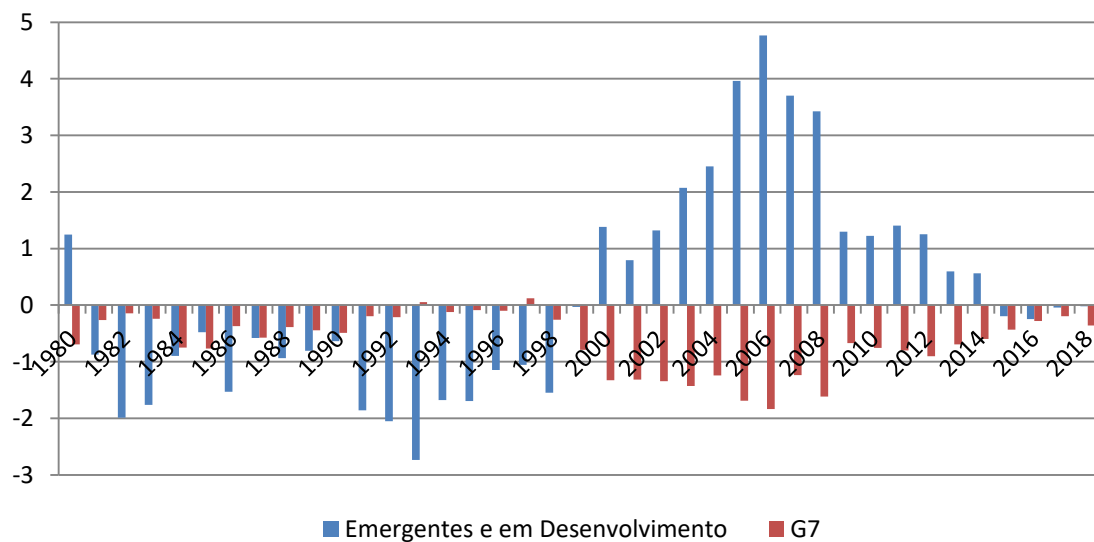
padrão global dos resultados comerciais e em transações correntes, pelo menos em relação ao que se observava até então na história recente (GRÁFICOS 14 e 15)<sup>17</sup>.

Gráfico 14 – Exportações líquidas de bens e serviços das economias de baixa e média renda (% PIB), 1980-2017



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Mundial.

Gráfico 15 – Saldo em Transações Correntes (% PIB), 1980-2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do FMI, *World Economic Outlook October 2018*.

A transformação do comércio internacional com a maior participação chinesa, associada à elevação dos níveis de liquidez internacional resulta em estoques sem precedentes de divisas

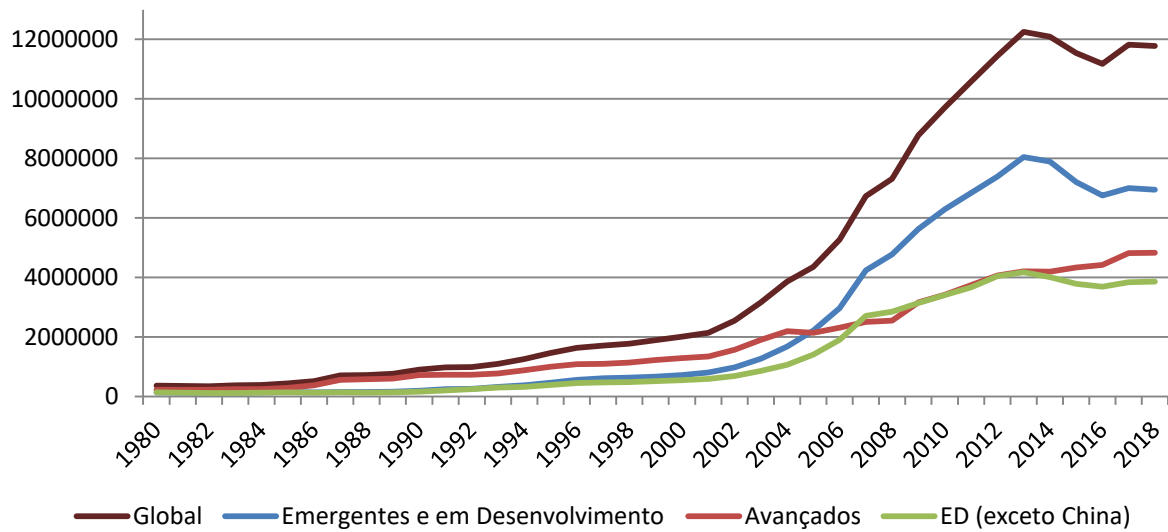
<sup>17</sup> Para detalhes da dinâmica de exportações e importações, cf. Apêndice A, Gráficos 51 e 52.

internacionais na periferia. Estes foram fundamentais para a política de segurança individual característica da “Era *float*” e podem ser analisados mais detalhadamente a seguir.

### 2.2.3 Reservas Internacionais

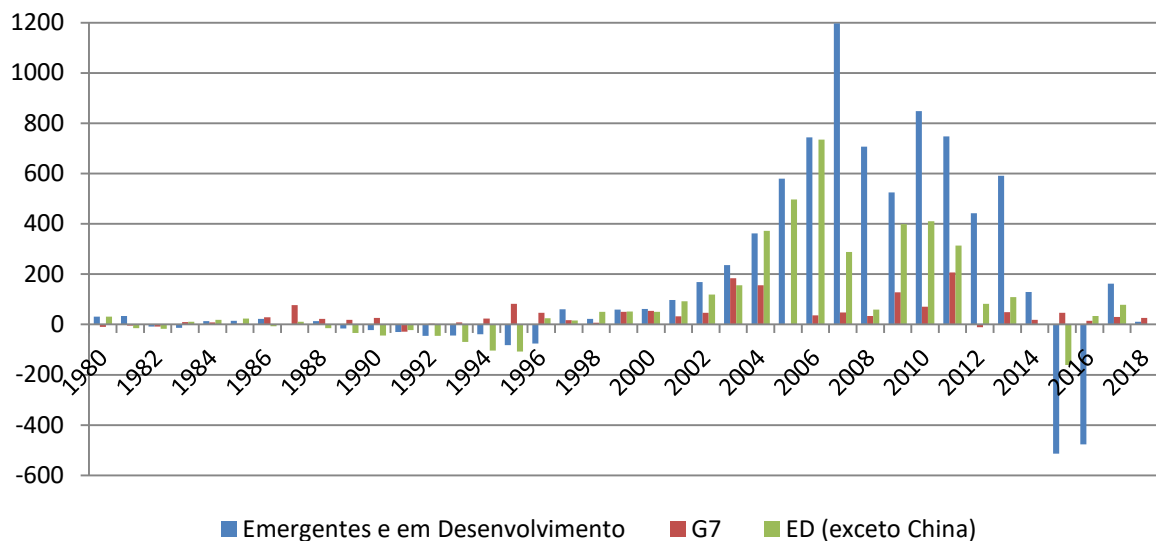
A demanda por precaução atinge não apenas as entidades privadas, mas também as autoridades monetárias. Isso ocorre diante das eventuais necessidades de equilíbrio contábil (no caso da relação com o exterior, o equilíbrio do BP). Os desequilíbrios refletem a força com que os fluxos de capitais de curto prazo se instalam, sobretudo, em economias emergentes e em desenvolvimento.

As economias, individualmente, buscam meios de se protegerem dos movimentos do capital internacional e das instabilidades e vulnerabilidades do setor externo. O acúmulo de reservas internacionais é um dos principais mecanismos de autodefesa adotados, especialmente, por economias emergentes e em desenvolvimento (CARVALHO, 2009). Isso constitui-se em política explícita desses países, a partir de meados da década de 1990, embora a conjuntura propícia a essa política só tenha ocorrido a partir da década de 2000. Isso pode ser observado através da evolução e da variação dos estoques de reservas internacionais (GRÁFICOS 16 e 17, respectivamente).

Gráfico 16 – Reservas Internacionais excluído ouro (Milhões US\$; 2018=100)<sup>18</sup>, 1980-2018

Fonte: Elaboração própria. Dados do *International Financial Statistics (IFS)*.

Gráfico 17 – Variação das Reservas Internacionais (Bilhões US\$), 1980-2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do *World Economic Outlook October 2018*.

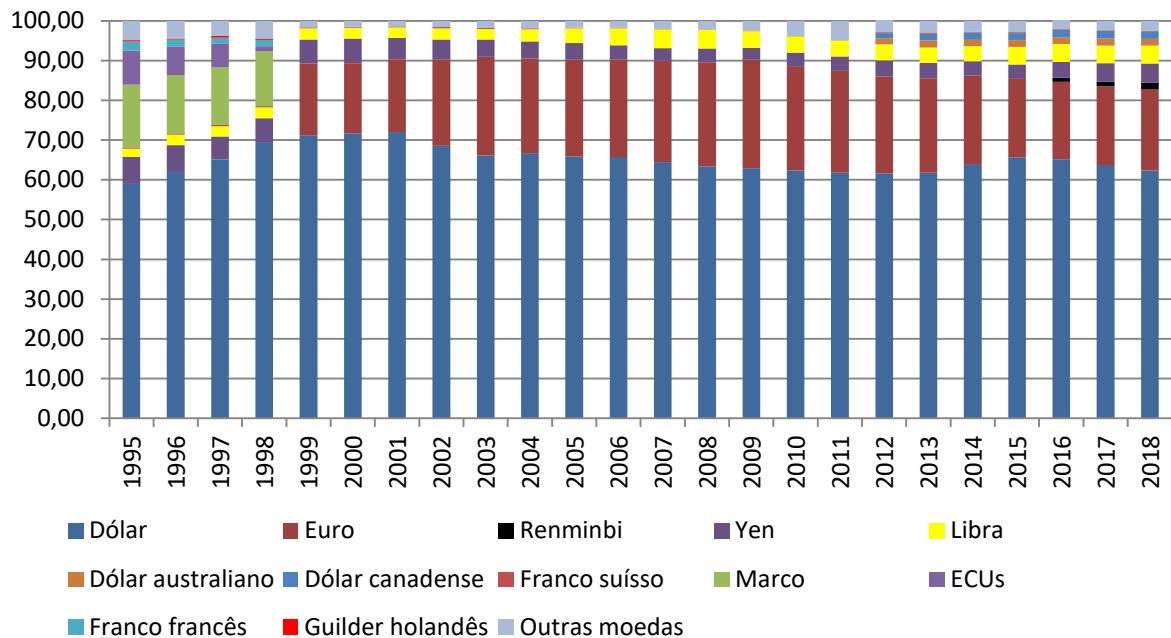
O acúmulo de reservas responde às propriedades de uma moeda conversível que, no limite, é a moeda no núcleo da HIM. Além da demanda por precaução, outra propriedade que se busca é a de reserva de valor, isto é, as reservas são alocadas em moedas – e também outros ativos – conversíveis, logo, menos voláteis e instáveis ao longo do tempo. Por sua vez, destaca-se a

<sup>18</sup> As economias “avançadas” compreendem 39 países: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Chipre, Coréia, Dinamarca, Eslovênia, Espanha, Estados Unidos, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Holanda, RAE de Hong Kong, Irlanda, Islândia, Israel, Itália, Japão, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, RAE de Macau, Malta, Noruega, Nova Zelândia, Porto Rico, Portugal, Reino Unido, República Eslovaca, República Tcheca, São Marinho, Singapura, Suécia, Suíça, Província de Taiwan (China).

demanda por transação, tanto para aquisição de ativos internacionais, quanto para o comércio. Assim, acumulam-se reservas tendo em vista as propriedades da moeda conversível<sup>19</sup>.

O que guia a decisão de escolha da moeda para alocação das reservas é a assimetria monetária. E isso se reflete na composição monetária das reservas internacionais acumuladas pelos países, tanto em economias avançadas, como economias emergentes e em desenvolvimento. Essa correlação de forças não mudou significativamente no período recente (GRÁFICOS 18, 19 e 20)<sup>20</sup>.

Gráfico 18 – Composição das Reservas Internacionais (Global; % Total alocada), 1995-2018

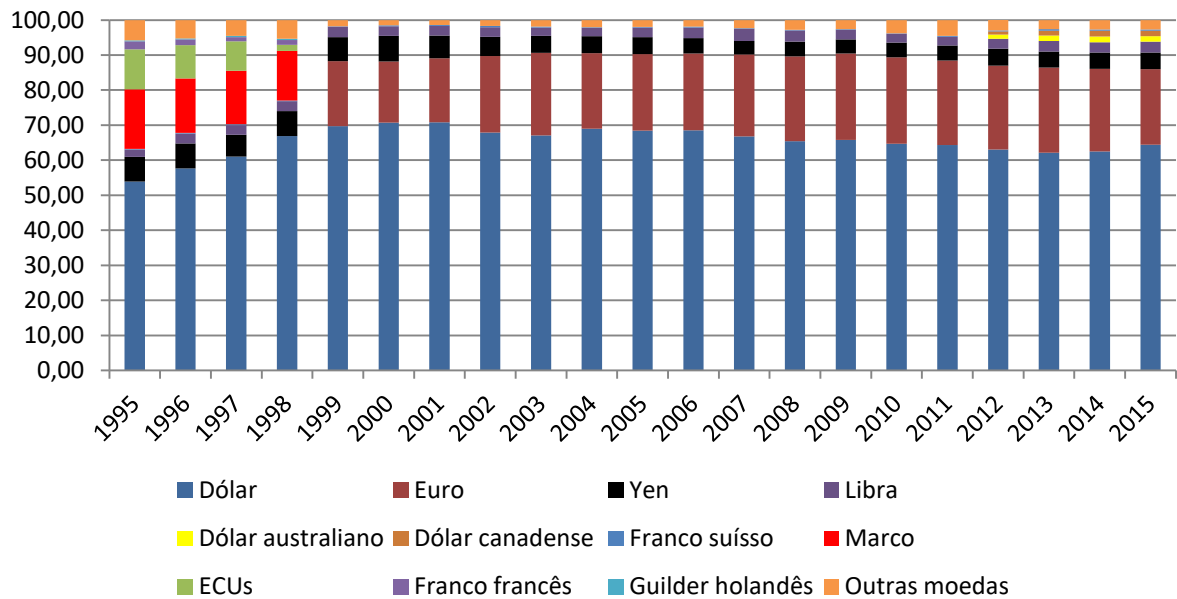


Fonte: Elaboração própria. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, *International Financial Statistics (IFS)*.

<sup>19</sup> Carvalho (2009) aponta outros dois motivos de demanda por reservas: motivo de financiamento (realização de investimentos etc.) e motivo especulativo. Quanto a este último, o autor afirma que, embora o fator de liquidez prepondera sobre a demanda por reservas, o fato de o acúmulo aumentar a partir da década de 2000 favoreceu a emergência de uma demanda especulativa por reservas. A evidência desse fenômeno é, na prática, o direcionamento de frações dessas reservas acumuladas à criação de fundos soberanos (*Sovereign Wealth Funds*, SWF), com o objetivo de aproveitar-se de oportunidades de investimento. Para mais detalhes sobre esses fundos, numa perspectiva de economias periféricas, ver Griffith-Jones e Ocampo (2008); para uma revisão da literatura a respeito dos fundos soberanos, ver Alhashel (2015).

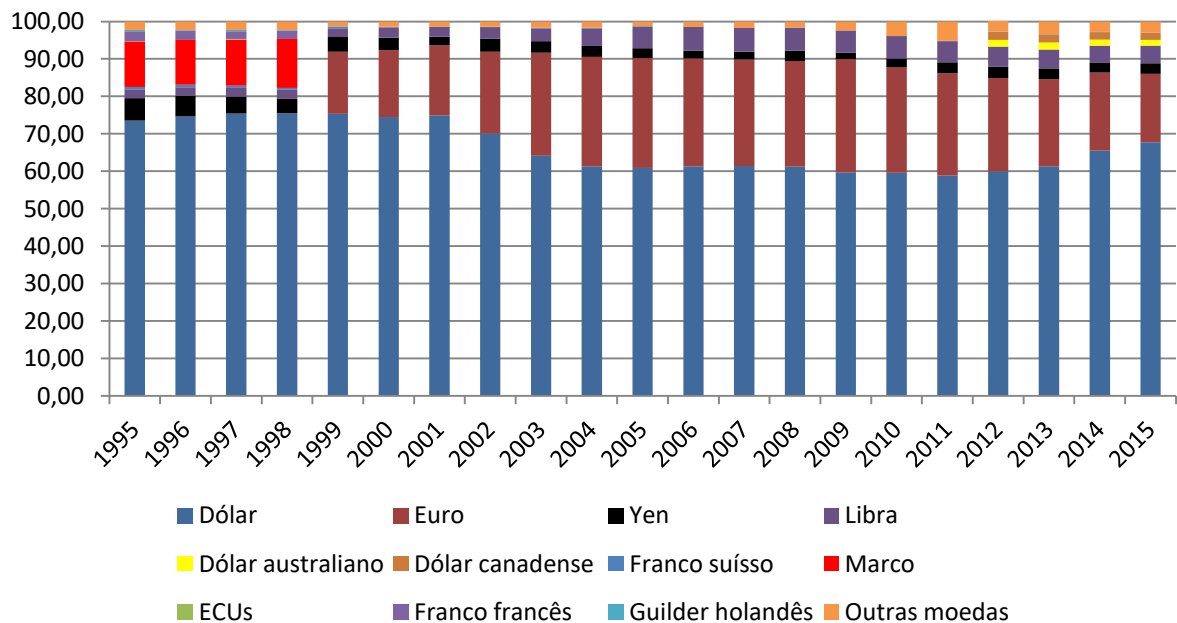
<sup>20</sup> A base de dados do COFER faz distinção entre “reservas alocadas” e “reservas não alocadas”. As primeiras se referem àquelas que têm sua composição de moedas divulgada pelos Bancos Centrais (EICHENGREEN; CHITU; MEHL, 2014). Para saber o percentual de reservas alocadas e não alocadas, ver Apêndice A; Gráficos 53, 54 e 55.

Gráfico 19 – Composição das Reservas Internacionais para países avançados (% Total alocada), 1995-2015



Fonte: Elaboração própria. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), International Financial Statistics (IFS)*.

Gráfico 20 – Composição das Reservas Internacionais para países emergentes e em desenvolvimento (% Total alocada), 1995-2015



Fonte: Elaboração própria. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), International Financial Statistics (IFS)*.

Em suma, o dólar permanece como a principal moeda internacional e não apresenta indícios de que isso vai mudar em curto e médio prazo. Pode-se mencionar também o aumento da participação do Euro, a partir do final da década de 1990, no total das reservas acumuladas.

O quadro internacional geral até aqui é composto por, basicamente: (i) aumento do volume de liquidez em termos globais; (ii) aumento do fluxo de liquidez às economias emergentes e em desenvolvimento; (iii) reversão, na década de 2000, dos padrões do comércio internacional devido ao “efeito China”, que se configura em aumento da demanda internacional e elevação dos preços das *commodities*; (iv) manutenção da proporção média da composição monetária das reservas, tanto dos países centrais, quanto periféricos, o que representa a manutenção da HIM.

Em nosso entendimento, esses fatores estão no centro das transformações do SMFI que, por sua vez, é o pano de fundo para a mudança encarada pelas economias emergentes e em desenvolvimento quanto ao setor externo de suas economias.

Essa mudança se deve, principalmente, a dois elementos: o aumento da liquidez internacional, evidenciado através do crescimento de seu volume e seu fluxo; o fator China, que aqui é sintetizado pelo aumento da demanda e, conseqüentemente, dos preços das *commodities*, produtos que compõe a maior parte da pauta exportadora dos países emergentes e em desenvolvimento. A junção desses dois fatores, na década de 2000, quais sejam, fase de alta do segundo ciclo da liquidez internacional e superávits em transações correntes, possibilitaram maior acúmulo de reservas por parte do grupo de países periféricos, embora os países desenvolvidos tenham, também, acumulado alguma divisa. A variação do estoque de reservas do primeiro grupo de países foi positiva e consideravelmente maior. Essa situação se cristalizou a ponto de perdurar e seguir na década de 2010, em que os estoques de reservas se mantiveram em patamares elevados historicamente.

Considera-se, portanto, que os movimentos da economia internacional são significativos quando se quer diferenciar a crise econômica que afetou o Brasil em 2015-2016 daquelas das décadas de 1980 e 1990. A partir da década de 2000 foi possível colocar em prática uma política de segurança através do acúmulo de reservas. As economias periféricas parecem começar a entender essa necessidade, imposta pelo fim do sistema de Bretton Woods a partir do final da década de 1990. O acúmulo de reservas internacionais constitui o mecanismo

central dessa abordagem. Esse mecanismo esteve presente na segunda década do século XXI no Brasil, de modo que a crise recente parece estar mais associada às decisões de política macroeconômica e ao papel das finanças públicas e menos aos desequilíbrios do BP.

Posto o panorama de um quadro geral internacional, avançamos na identificação de aspectos relacionados à economia brasileira. A seção seguinte busca sistematizar, ao detalhar alguns indicadores, as diferenciações entre as crises anteriores das décadas de 1980 e 1990 e a crise econômica mais recente de 2015-2016. Observa-se que, em termos dos indicadores externos de solvência e liquidez, a condição da economia brasileira, nesse último período, é relativamente superior, o que propiciou relativo controle dos desequilíbrios do setor externo durante o epicentro da queda da atividade econômica.

### **2.3 As crises brasileiras das décadas de 1980 e 1990**

O fato de a crise brasileira recente não estar associada à deterioração do BP é a questão que guia nossa análise. As crises experimentadas pelo Brasil nas décadas de 1980 e 1990 tiveram como elemento comum crises de BP. Em outras palavras, uma escassez de divisas internacionais impedia o cumprimento de obrigações financeiras com o exterior, obrigando as autoridades nacionais, muitas vezes, a pedirem socorro ao FMI. O problema é que a insuficiência de financiamento externo gera um círculo vicioso na medida em que a deterioração das contas externas acentua ainda mais essa insuficiência, o que inibe a oferta de crédito. Esse desequilíbrio externo, em geral, tem implicações sobre a economia doméstica, induzindo a ocorrência de desequilíbrios internos ou a acentuação destes. Em regra, as economias buscam se ajustar a esse tipo de problema através de incentivos ao setor exportador, da retração da economia e do ajuste fiscal, e através da desvalorização da moeda doméstica (JAYME JR.; RESENDE, 2009). Esse foi o padrão que se observou nos períodos de recessão nas décadas de 1980 e 1990.

A presente seção tem por objetivo mostrar como a mudança no plano internacional, mostrada na seção anterior, reflete o padrão da crise atual emergente no Brasil. Para isso, busca-se mostrar, brevemente, qual foi a mecânica das crises brasileiras das décadas de 1980 e 1990 que, apesar de distintas em detalhes, são similares na forma como se apresentaram. Em seguida, analisa-se o período recente do setor externo brasileiro através de séries estatísticas comparando-o, quando possível, aos períodos predecessores.



### 2.3.1 A crise dos anos 1980

O financiamento externo à economia brasileira foi importante historicamente. Na crise externa do início da década de 1980, de acordo com Werneck (1986), o peso do ajustamento externo recaiu principalmente sobre o setor público. Embora o endividamento externo oriundo no início da década de 1970 tenha se projetado e ganhado volume por meio da captação do setor privado, em pouco tempo, tornar-se-ia dívida pública. Um dos traços marcantes do financiamento ao crescimento econômico brasileiro junto ao SMFI desse período é, de acordo com Cruz (1984), o processo de estatização do endividamento externo. A primeira etapa da estatização ocorreu, ao longo da década de 1970, através da elevação da participação das entidades públicas (lê-se, sobretudo, empresas estatais) no fluxos de recursos tomados do exterior. Entre o final da década de 1970 e início da década de 1980, enquanto projetos de investimentos públicos encontravam facilidades de financiamento externo, este não acontecia para financiamentos desta natureza para os déficits em transações correntes. Nesse sentido, na eminência de uma crise de BP, seu equilíbrio foi viabilizado, numa segunda etapa de estatização, através da ampliação da participação nos fluxos de captação de recursos do exterior por parte de empresas estatais e, especificamente, na crescente transformação do BCB em depositário de passivos em moeda estrangeira (CRUZ, 1995).

O desequilíbrio do setor público ocorrido na década de 1980 acentua-se sensivelmente em virtude do rompimento do padrão de financiamento externo, representado pelo colapso da dívida (BIASOTO Jr., 1988). Este problema é reflexo da restrição ao financiamento externo pós-segundo choque do petróleo e da elevação das taxas de juros internacionais. Esses eventos culminaram com a queda da liquidez internacional que afetou a oferta de crédito, sobretudo para países periféricos.

Com o início da crise em 1982, a expansão da dívida externa já não era capaz de financiar seus serviços financeiros, o que evidenciou o problema das transferências de recursos ao exterior (precisava-se configurar outro sistema que gerasse os recursos/ divisas necessários). O ajustamento interno em função desse problema recaiu, primordialmente, sobre o setor público, reduzindo a participação de sua renda disponível no PIB, enquanto que deveria ter havido uma melhor distribuição entre setor público e privado. Na medida em que não houve acompanhamento da elevação da carga tributária, a emissão de dívida interna se tornou mais intensa (WERNECK, 1986).

O setor público encara dois problemas concomitantes em face dessa conjuntura. O primeiro é a necessidade de pronta geração de superávit comercial, que se traduziu em políticas de incentivo às exportações, aumentando os volumes de renúncia fiscal e subsídios aos setores exportadores. O segundo problema é a alta carga de serviços da dívida externa tendo em vista a elevação das taxas de juros internacionais.

Diante disso, torna-se relevante explicitar os elementos que relacionam o desequilíbrio externo ao desequilíbrio interno<sup>21</sup>. Dois elementos centrais são apresentados na literatura, a saber: (i) as ações do setor público com objetivo de incentivar a geração de superávit comercial e como essas ações influenciam sua saúde fiscal; e (ii) como são financiadas as aquisições de divisas produzidas pelo setor privado para que o setor público arque com seu endividamento em moeda estrangeira.

No que diz respeito ao item (i), dois elementos parecem consensuais no que se refere aos seus impactos, no período de 1983-1984, sobre a queda da carga tributária bruta, que são: a recessão e a aceleração inflacionária. No entanto, a reestruturação para um modelo de crescimento induzido pelas exportações também teve papel na deterioração da carga tributária. Esse ponto é relevante.

O efeito negativo da recessão e da aceleração inflacionária sobre a carga tributária é de conhecimento estabelecido. Porém, o impacto advindo da mudança do *drive* de crescimento, num sentido *export-led growth* através de medidas de política econômica, é incerto e espera-se que seja positivo. Essas medidas compreendiam, entre outras, incentivos fiscais, isenções e subsídios ao comércio exterior, em especial, os que são denominados “subsídios invisíveis” que aparecem via deterioração de preços e tarifas públicas, cuja viabilidade se dá mediante transferências de capital e assunção de dívidas por parte do Tesouro (CARNEIRO, 2002a).

Outro fator importante que relaciona o desequilíbrio externo ao desequilíbrio interno é o pagamento de encargos da dívida pública externa, que contribui para a expansão da dívida pública interna. A rolagem da dívida do setor público já não podia ser financiada pelo endividamento externo e o Banco Central do Brasil teve de se endividar junto ao setor privado

---

<sup>21</sup> É necessário deixar claro que o setor público já apresentava desequilíbrios, fruto, segundo Carneiro (2002), das políticas anticíclicas adotadas anteriormente. O que a intensificação da transferência de recursos ao exterior acarreta é o agravamento, indiscutível, do desequilíbrio fiscal, tornando-se elemento central deste último.

doméstico através, principalmente, de dívida mobiliária. Isso está, por fim, ligado ao item (ii), ou seja, a aquisição das divisas junto ao setor privado – esterilização – aumenta o endividamento público interno, pois o setor privado obtém as divisas através de superávits comerciais, enquanto o responsável pelo pagamento da dívida externa é o setor público (LACERDA et al., 2006).

As Tabelas 1 e 2 resumizam a situação deste período. Na Tabela 1, observa-se o aumento do endividamento externo, o aumento dos serviços da dívida externa, as pressões sobre a geração comercial de divisas, sobre o estoque de reservas internacionais e sobre o câmbio:

Tabela 1 – Indicadores do setor externo da economia brasileira (1980-1984)

Variáveis/ano	1980	1981	1982	1983	1984
Taxa de variação real do PIB (%)	9,23	-4,25	0,83	-2,93	5,40
Dív. bruta do set. público/dívida externa bruta (%)	55,5	54,9	53,9	62,9	69,1
Serviço dívida externa/exportação (%)	70,9	78,1	101,9	60,07	54,6
Serviço dívida externa/PIB (%)	6,0	7,0	7,6	7,0	7,8
Dívida externa bruta/PIB (%)	27,0	28,6	31,5	49,5	53,8
Dívida externa bruta/exportação (Razão)	3,2	3,2	4,2	4,3	3,8
Dívida externa líquida/PIB (%)	23,5	24,9	29,3	46,1	46,3
Dívida externa líq./exportação (Razão)	2,8	2,8	3,9	4,0	3,0
Reservas internacionais (milhões US\$)	6.913	7.507	3.994	4.563	11.995
Reservas/dívida externa total (%)	10,8	10,1	4,7	4,9	11,7
Reservas/ Serviço dívida externa (Razão)	0,5	0,4	0,2	0,3	0,8

Taxa de variação cambial (%)	97,19	76,56	93,21	221,70	217,56
CC <sup>1</sup> , saldo (milhões US\$)	-	-	-7.543	-5.884	-1.052
CC <sup>1</sup> -Segmento financeiro, saldo (milhões US\$)	-	-	-9.754	-12.522	-12.165

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Notas: <sup>1</sup> Câmbio contratado.

Pela Tabela 2, é possível observar o aumento da parcela das despesas atribuídas aos juros e encargos da dívida pública, uma queda da participação do investimento nas despesas de capital e orçamentária e um aumento da parcela de amortização da dívida pública nas despesas de capital:

Tabela 2 – Indicadores do setor público da economia brasileira (1980-1984)

Variáveis/ano	1980	1981	1982	1983	1984
Despesa orçamentária (milhões R\$)	39.711.916	38.434.787	38.451.191	35.008.315	33.817.215
Despesas correntes (milhões R\$)	26.144.111	23.847.539	29.312.439	26.914.081	27.008.994
Jur. e encargos da dív. (milhões R\$)	2.051.874	972.976	1.344.121	1.570.789	1.035.648
Jur. e encar. Div./desp orçament. (%)	5,17	<b>2,53</b>	<b>3,50</b>	<b>4,49</b>	3,06
Jur. e encar. Div./desp correntes (%)	7,85	<b>4,08</b>	<b>4,59</b>	<b>5,84</b>	3,83
Despesa de capital (milhões R\$)	13.567.805	14.587.248	9.138.752	8.094.233	6.808.221
Investimentos (milhões R\$)	3.076.806	6.157.335	3.932.707	2.585.376	1.883.172
Invest./desp. Capital (%)	22,68	42,21	<b>43,03</b>	<b>31,94</b>	<b>27,66</b>
Invest./desp. orçament. (%)	7,75	<b>16,02</b>	<b>10,23</b>	<b>7,39</b>	<b>5,57</b>

Amortização da dívida (milhões R\$)	1.145.310	433.978	708.938	1.487.960	870.456
Amortização de dívida/desp. capital (%)	8,44	<b>2,98</b>	<b>7,76</b>	<b>18,38</b>	12,79

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil; IpeaData.

Notas: Variáveis monetárias em seus valores reais, deflacionadas pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA); 1984=100.

### 2.3.2 A crise da década de 1990

A situação inflacionária da economia brasileira, ainda submetida à crise externa, se agrava a partir da segunda metade da década de 1980. Nesse contexto, vários choques de estabilização, na figura de planos cujas tentativas eram corrigir a crise monetária e a hiperinflação vivida, foram tentados. Todos fracassaram. O requisito básico para um plano ser bem sucedido no controle inflacionário era sua capacidade em estabilizar o valor externo da moeda (CARNEIRO, 2002b). Evidentemente, àquela altura, isso não seria possível. Essa possibilidade torna-se mais provável a partir do início da década de 1990, momento em que os fluxos de capitais internacionais voltam a buscar a periferia do capitalismo, haja vista as políticas de afrouxamento monetário decorridas da crise dos mercados financeiros em 1987 e da crise da economia japonesa.

Diante disso, elaborou-se o Plano Real, em 1994, calcado em âncora cambial (a partir da estabilização do valor externo da moeda, estabiliza-se o valor interno dessa) garantida pelo financiamento do BP através do influxo de capital externo (outro sustentáculo do plano é o estabelecimento e manutenção da confiança na trajetória do endividamento e do déficit públicos, condições já atingidas, pelo menos, para a primeira fase do Plano Real, a partir do Plano Collor tentado anteriormente). Com a abertura financeira da economia brasileira, em especial, estabilizou-se a taxa de câmbio nominal a partir do financiamento externo e do montante de reservas que foi possível acumular, sempre na função de desestimular os processos especulativos contra a moeda doméstica (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002). A preocupação com a estabilidade cambial e financeira externa esteve constantemente presente.

A década de 1990 foi particularmente conturbada no que diz respeito à instabilidade das economias emergentes. Os países afetados (incluindo o Brasil) mantinham características em

comum – moedas localizadas na base da HIM; estruturas produtivas dependentes de *commodities* e indústria de baixa e média tecnologia; mercados de capitais semidesenvolvidos – e sofreram, diante disso, pelo efeito contágio entre eles. A economia brasileira passou por uma série de instabilidades, dada a sua vulnerabilidade externa.

O efeito contágio surge a partir de uma crise cambial em um país ou região emergente, o que faz com que os sinais de alerta dos investidores e especuladores internacionais removam parte ou o todo de seu capital dessas praças. O capital segue em direção a economias com moedas e ativos mais fortes e de menores riscos. Observa-se, daí, um ciclo vicioso, pois, com o movimento do capital internacional em direção aos ativos e moedas de países de menor risco, a liquidez e oferta de crédito oriundas do SMFI aos países que mais precisariam naquela conjuntura se tornam escassas. Agrava-se, portanto, a necessidade de divisas e a deterioração dos balanços de pagamentos dessas economias.

Houve, sob esse mérito, pelo menos quatro momentos importantes na década de 1990, a saber: 1995, com a crise cambial do México; 1997, a crise da Ásia, iniciando-se com a desvalorização da moeda da Tailândia, atingindo Malásia, Indonésia, Filipinas, Hong Kong e Coreia do Sul; 1998, com a moratória russa e a desvalorização de sua moeda, o rublo; e 1999, sendo o Brasil o próprio protagonista. Neste momento, o ataque especulativo contra a moeda brasileira foi intenso e o governo não conseguiu impedir a instauração de um novo regime macroeconômico que permitisse a flutuação do real, imposta em janeiro de 1999.

Vale notar que, em todos os momentos de turbulência e de crises externas propriamente ditas, há um padrão dos ajustes macroeconômicos realizados, ora por medidas pragmáticas, ora por imposições do FMI. Mais precisamente, podem ser citadas: políticas de incentivo às exportações e desincentivo às importações; aumento da taxa básica de juros para elevar os retornos *vis-à-vis* aqueles oferecidos no mercado internacional; ajustes fiscais; redução das reservas de divisas. As desvalorizações cambiais forçadas são, usualmente, aplicadas em conjunturas dessa natureza. No caso do Brasil, destacam-se as desvalorizações ocorridas apenas na crise do início da década de 1980 – em especial a maxidesvalorização de 1983 – e na crise de 1999, momento em que o regime de âncora cambial colapsou e o governo brasileiro cedeu.

As turbulências externas da década de 1990 tiveram impactos na economia doméstica, e é de interesse nosso destacar aqueles sobre o setor público. Diante da crise cambial mexicana de 1995, o governo brasileiro reagiu (PIRES, 2010): elevando as taxas de juros; reduzindo o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF); elevando Imposto de Importação. Na conjuntura da crise da Ásia, em 1997, o governo brasileiro adotou outras medidas com impacto sobre o próprio setor público, a destacar: elevação da taxa de juros; e o anúncio do “Pacote 51”<sup>22</sup>. Em 1998, frente à crise russa, as medidas foram: nova elevação da taxa de juros; novas facilidades tributárias para capital estrangeiro; e edição de pacote fiscal denominado “Programa de Estabilidade Fiscal”<sup>23</sup>. Por fim, em decorrência da intensidade da crise de 1999, o Brasil foi obrigado a reformar seu arranjo macroeconômico e instaurou o TM: câmbio flutuante – ou de flutuação suja; metas de inflação; e metas de superávit primário<sup>24</sup>.

As Tabelas 3 e 4 ilustram mais claramente o que se pontuou acima. Na Tabela 3, há evidências de aumento do endividamento externo, pressões sobre a geração de divisas via exportações e pressões sobre a taxa de câmbio, sobretudo em 1995 e 1999, ano mais crítico para o setor externo da economia brasileira. A Tabela 4 mostra aumento da participação dos juros e encargos da dívida pública sobre as despesas correntes, queda drástica dos investimentos como participação da despesa de capital e tendência de aumento da participação das amortizações sobre as despesas de capital, a partir de 1997.

---

<sup>22</sup> O “Pacote 51” tinha por objetivo gerar uma economia no setor público de 2,5% do PIB, adicional. Entre essas medidas, destacam-se: demissão de 33 mil funcionários públicos não estáveis; suspensão do reajuste salarial do funcionalismo público; e elevação em 10% das alíquotas do Imposto de Renda de Pessoa Física (PAULINO, 2010).

<sup>23</sup> O Programa de Estabilidade Fiscal trazia cortes de gastos e elevação de impostos. Estava estabelecida elevação de superávit primário para 2,6%, 2,8% e 3% do PIB para os anos de 1999, 2000 e 2001 (PAULINO, 2010).

<sup>24</sup> No primeiro capítulo, esse arranjo é mais bem detalhado e, ainda, no contexto de uma economia periférica; cf. Capítulo 1, seção 1.4.

Tabela 3 – Indicadores do setor externo da economia brasileira (1995-1999)

Variáveis/ano	1995	1996	1997	1998	1999
Taxa de variação real do PIB (%)	4,22	2,21	3,39	0,34	0,47
Dív. bruta do set. público/dívida externa bruta (%)	64,5	56,8	47,4	46,2	45,5
Serviço dívida externa/exportação (%)	44,5	54,7	72,6	87,4	126,5
Serviço dívida externa/PIB (%)	2,7	3,1	4,4	5,3	10,4
Dívida externa bruta/ PIB (%)	20,7	21,4	23,0	28,6	41,2
Dívida externa bruta/ exportação (Razão)	3,4	3,8	3,8	4,7	5,0
Dívida externa líquida/ PIB (%)	12,0	12,0	15,0	21,6	32,4
Dívida externa líq./ exportação (Razão)	2,0	2,1	2,5	3,6	4,0
Reservas internacionais (milhões US\$)	51.840	60.110	52.173	44.556	36.342
Reservas/dívida total (%)	32,6	33,4	26,1	18,4	15,1
Reservas/ Serviço dívida (Razão)	2,5	2,3	1,4	1,0	0,6
Taxa de variação cambial (%)	42,35	9,65	7,32	7,64	56,42
CC <sup>1</sup> , saldo (milhões US\$)	11.752	10.789	-6.851	-14.515	-16.182
CC <sup>1</sup> -Segmento financeiro, saldo (milhões US\$)	4.204	15.096	17.011	6.469	-14.717

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Notas: <sup>1</sup> Câmbio contratado.



Tabela 4 – Indicadores do setor público da economia brasileira (1995-1999)

Variáveis/ano	1995	1996	1997	1998	1999
Despesa orçamentária (milhões R\$)	307.998	335.808	432.517	544.898	588.535
Despesas correntes (milhões R\$)	169.743	178.794	189.722	217.163	228.335
Jur. e encargos da dív. (milhões R\$)	21.403	22.711	23.291	33.567	45.355
Jur. e encar. Div./desp orçament. (%)	6,95	6,76	5,38	6,16	7,71
Jur. e encar. Div./desp correntes (%)	<b>12,61</b>	<b>12,70</b>	<b>12,28</b>	<b>15,46</b>	<b>19,86</b>
Despesa de capital (milhões R\$)	27.393	30.132	93.772	113.406	90.957
Investimentos (milhões R\$)	6.061	6.673	8.347	9.025	6.955
Invest./desp. Capital (%)	<b>22,13</b>	<b>22,15</b>	<b>8,90</b>	<b>7,96</b>	<b>7,65</b>
Invest./desp. orçament. (%)	1,97	1,99	1,93	1,66	1,18
Amortização da dívida (milhões R\$)	11.527	9.195	14.691	26.593	27.180
Amortização de dívida/desp. capital (%)	42,08	30,52	<b>15,67</b>	<b>23,45</b>	<b>29,88</b>

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil; IpeaData.

Notas: Variáveis monetárias em seus valores reais, deflacionadas pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA); a preços de 1984=100.

Em suma, o que se pode observar, ao estudar as crises brasileiras nas décadas de 1980 e 1990, é que há um protagonismo do setor externo sobre o desempenho da economia nacional. Isso significa que os desequilíbrios externos afetam a economia interna ao exigir uma série de ajustes. Essa dinâmica deixa claro o relativo baixo grau de autonomia das economias periféricas, na medida em que as assimetrias do SMFI forçam, pelo menos em parte, as decisões de políticas econômicas domésticas (OCAMPO, 2001).

A partir dos exercícios reflexivos de Dow (1996), podemos entender a crise brasileira da década de 1980 como um reflexo da elevação da preferência por liquidez, a nível global, a partir da elevação das taxas de juros internacionais no final da década anterior. Diante do padrão sob o qual o Brasil se financiava à época, toda uma operação teve de ser planejada para que a economia brasileira passasse a gerar divisas internacionais de modo a arcar com os custos desse processo. Quanto à crise de 1999, o que ocorreu foi que as instabilidades observadas durante toda a década de 1990 implicaram na redução da credibilidade sobre o valor de muitas moedas que ocupavam a base da HIM. Para as autoridades brasileiras, restou reformar o regime macroinstitucional, uma vez que este último já não oferecia uma estabilidade monetária condizente com o grau de preferência por liquidez dos investidores e especuladores internacionais em relação ao Real<sup>25</sup>.

Entendemos que a crise econômica pela qual passou o Brasil em 2015-2016 teve uma dinâmica diferente. Como visto na seção passada, a partir da década de 2000, houve duas mudanças fundamentais em relação ao período anterior: elevação do patamar de liquidez internacional, tanto do ponto de vista do volume, quanto do fluxo; e elevação da participação chinesa no mercado internacional, “efeito China”. Desses fenômenos, podem-se extrair dois elementos representativos: (i) a fase de alta do segundo ciclo de liquidez (GRÁFICO 8); (ii) e elevação do preço das *commodities* nesse período.

Essa conjuntura associada à política de acúmulo de reservas propiciou uma condição diferente ao setor externo da economia brasileira. Isso não implica ausência de pressão externa quando da reversão das expectativas dos agentes (reversão de ciclo internacional de crescimento e/ou liquidez). Não obstante, o “colchão de reservas” possibilita a periferia (Brasil, no caso) responder financeiramente de modo a ter algum controle sobre o equilíbrio das contas externas. Se essa é uma condição durável no longo prazo, ou se estamos diante de um novo padrão das crises brasileiras a partir de então, são questionamentos que fogem ao escopo deste trabalho. O que se propõe aqui é sistematizar as razões pelas quais o Brasil não sofreu uma crise externa em 2015-2016, embora, ao mesmo tempo, a ausência de desequilíbrios no BP pareça ter se manifestado, em parte, no problema fiscal do endividamento público que se acentuou a partir da crise. Esses dois apontamentos se coadunam na hipótese desta tese.

---

<sup>25</sup> Essa análise não implica, contudo, a negligência aos desequilíbrios internos da economia brasileira que acentuam e agravam as crises em questão.

A seção que se segue ainda é parte do primeiro apontamento, ou seja, é a parte final da sistematização que possibilita afirmar a ausência de protagonismo do setor externo da economia brasileira na crise econômica de 2015-2016.

## 2.4 O setor externo da economia brasileira a partir da década de 2000

### 2.4.1 Restrições de solvência e liquidez: comparativo de indicadores

O padrão de deterioração externa presente nas crises anteriores não é observado na crise brasileira recente. Ou seja, na crise de 2015-2016, o Brasil não sofreu com a gravidade de uma crise de BP, bem como manteve relativamente baixa sua vulnerabilidade externa, pelo menos, de acordo com os parâmetros/indicadores mais conhecidos.

Espera-se que os dados apresentados nesta seção, associados àqueles que já foram exibidos até aqui, deixem claras que as condições do setor externo da economia brasileira na crise recente diferenciam-se de forma determinante das condições existentes nas décadas anteriores. Isso é importante porque mostra que o padrão das crises brasileiras das décadas de 1980 e 1990 não se repete na crise de 2015-2016, o que explica, portanto, a ausência de crise externa.

Uma crise de BP eclode, segundo Bresser-Pereira, Gonzalez e Lucinda (2009), a partir do momento em que duas restrições, em especial, não são atendidas, a saber: a restrição de solvência e a restrição de liquidez. A restrição de solvência é, convencionalmente, monitorada através da relação entre a dívida externa e as exportações. Nas palavras dos autores:

Considera-se a posição de um país nesse indicador como confortável se essa relação estiver abaixo de 2; em posição duvidosa, se estiver entre 2 e 4; e em posição crítica, se estiver além de 4. Esses números são, obviamente, uma “regra de bolso” frequentemente utilizada para fins decisórios (BRESSER-PEREIRA; GONZALEZ; LUCINDA, 2009, p. 336)<sup>26</sup>.

<sup>26</sup> Embora Bresser-Pereira (2004, p. 9, grifo nosso) tenha mencionado limite de endividamento mais rigoroso: “*On some occasions, when the international interest rate is low, and the profit rate expected from investments is substantially higher, it may make sense to grow with debt. Yet this process will be necessarily limited in time, since countries soon reach the threshold of foreign indebtedness – between 1 and 1.5 times exports – and are supposed to balance their current account and stop borrowing*”.

A segunda restrição é a de liquidez. Essa restrição é percebida pela diferença – ou “descasamento” – entre a demanda por divisas e o estoque de reservas disponibilizado pelo BC.

A partir da enunciação desses dois conceitos, examinam-se os dados da Tabela 5. A ideia é ter algumas referências de comparação com os indicadores externos relativos às Tabelas 1 e 3, contidas na seção anterior. Com base na “regra de bolso” destacada acima, dois indicadores são pertinentes: as razões entre as dívidas externas bruta e líquida e as exportações (linhas 6 e 8 da Tabela 5). A razão entre a dívida externa bruta e o PIB manifesta seus valores máximos exatamente nos anos da grave recessão, 2015 e 2016, em que a dívida bruta assume valores, respectivamente, de 1,8 e 1,7 vezes as exportações, o que, de acordo com a referida “regra” indicaria uma situação “confortável” à economia brasileira nesse quesito. Quando se toma a dívida externa líquida, os resultados indicam situação ainda mais positiva. Para os anos da crise, encontram-se valores de -0,3 e -0,4 vezes as exportações, o que indica a situação de credor externo em termos líquidos.

Quanto à restrição de liquidez, dois indicadores se destacam, em particular: a razão entre as reservas e a dívida externa total; e a razão entre as reservas e os serviços da dívida externa. Nos dois anos de ápice da crise brasileira as reservas internacionais chegaram a representar de 110% a 115% da dívida total e ser, pelo menos, três vezes maior do que o serviço da dívida externa.

Tabela 5 – Indicadores do setor externo da economia brasileira (2011-2016)

Variáveis/ano	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Taxa de variação real do PIB (%)	3,97	1,92	3,0	0,50	-3,55	-3,46
Dív. bruta do set. público/dívida externa bruta (%)	36,7	39,1	39,2	39,4	39,0	40,5
Serviço dívida externa/exportação (%)	34,2	26,9	35,2	29,8	65,6	65,4
Serviço dívida externa/PIB (%)	3,3	2,6	3,4	2,7	6,9	6,7
Dívida externa bruta/ PIB (%)	11,8	13,3	12,7	14,4	18,6	17,9
Dívida externa bruta/ exportação (Razão)	1,2	1,4	1,3	1,6	1,8	1,7
Dívida externa líquida/ PIB (%)	-2,3	-3,0	-3,7	-1,9	-3,2	-4,0
Dívida externa líq./ exportação (Razão)	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4
Reservas internacionais (milhões US\$)	352.012	373.147	358.808	363.551	356.464	365.016
Reservas/dívida externa total (%)	113,7	115,5	120,2	106,0	110,2	115,8
Reservas/ Serviço dívida (Razão)	4,0	5,8	4,4	5,6	3,0	3,1
Taxa de variação cambial (%)	-4,81	16,76	10,51	8,99	41,80	4,33
CC <sup>1</sup> , saldo (milhões US\$)	65.279	16.753	-12.261	-9.287	9.414	-4.252
CC <sup>1</sup> -Segmento financeiro, saldo (milhões US\$)	21.329	8.380	-23.396	-13.424	-16.071	-51.562

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Notas: <sup>1</sup> Câmbio contratado.

Nesse contexto, é interessante traçar um quadro comparativo entre os momentos críticos que se está analisando aqui. Com base nos conceitos expostos acima, acerca das restrições de solvência e liquidez, a Tabela 6 traz o resumo dos indicadores já observados com o intuito de expor o contraste entre eles em meio às crises de 1982, 1999 e 2015-2016. O que se constata é, em suma, que o momento de crise recente contempla indicadores financeiros externos radicalmente diferentes dos anteriores, indicando maior solidez.

Tabela 6 – Indicadores financeiros externos de solvência e liquidez no epicentro das crises

Indicadores	1982	1999	2015	2016
Dív. Ext. Bruta/Ex. (razão)	4,3	5,0	1,8	1,7
Dív. Ext. Líq./Ex. (razão)	3,9	4,0	-0,3	-0,4
Reservas/Dív. Ext. Total (%)	4,7	15,1	110,2	115,8
Reservas/Serviço Dív. (razão)	0,2	0,6	3,0	3,1

Fonte: Elaboração própria.

Nota: valores extraídos das Tabelas 2.1, 2.3 e 2.5.

Antes da exposição de alguns indicadores do setor público para o período, como feito pelas Tabelas 2 e 4, adentrar-se-á mais detalhadamente no setor externo da economia brasileira a partir da década de 2000, com o objetivo de entender o contexto que reflete a discrepância apresentada na Tabela 6<sup>27</sup>.

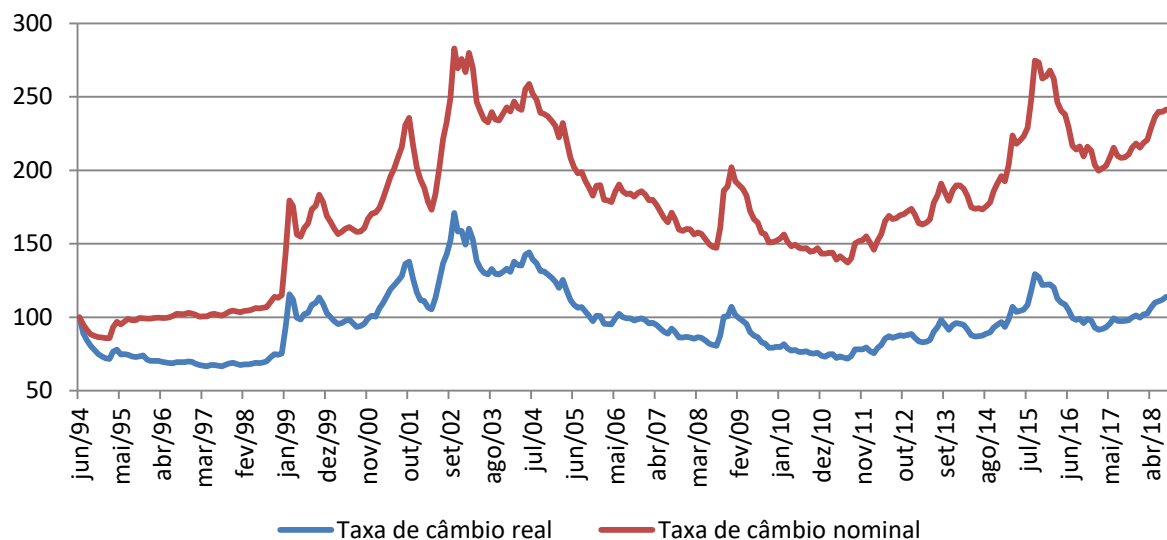
#### 2.4.2 Acúmulo de reservas internacionais, preço de *commodities* e taxas de juros internacionais

O intuito dessa subseção é explicitar os dois fatores que consideramos centrais para o significativo acúmulo de reservas internacionais (e que estão em linha com o quadro internacional traçado anteriormente): a elevação dos preços das *commodities* e a redução das taxas de juros internacionais. Faz-se isso através da contextualização mais detalhada do setor externo da economia brasileira.

<sup>27</sup> Com o intuito de avaliar a redução da vulnerabilidade externa além dos indicadores de endividamento e abordar a evolução do perfil do passivo externo, ver Apêndice B.

A partir da mudança do arcabouço marco-institucional e a instauração do Tripé Macroeconômico (TM), em 1999, observa-se uma escalada apreciativa do câmbio até o final de 2002 (GRÁFICO 21)<sup>28</sup>. Essa tendência vai até meados de 2011 – com exceção do período entre final de 2008 e início de 2009, sob os efeitos da crise financeira internacional –, momento a partir do qual a taxa de câmbio volta a apresentar tendência de desvalorização. A partir daí, o pico da taxa de câmbio está precisamente em setembro de 2015. Esse pico “coincide” com período de maior gravidade da crise brasileira, de 2015-2016. Assim, os dois períodos de maiores taxas de câmbio foram: em outubro de 2002<sup>29</sup>, por conta das eleições presidenciais, com a substituição de Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) por Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010) – patamar de câmbio que se manteve até fevereiro de 2003; e, como já mencionado, em setembro de 2015.

Gráfico 21 – Índice da taxa de câmbio efetiva, jun./1994-ago./2018 (jun./1994=100)



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

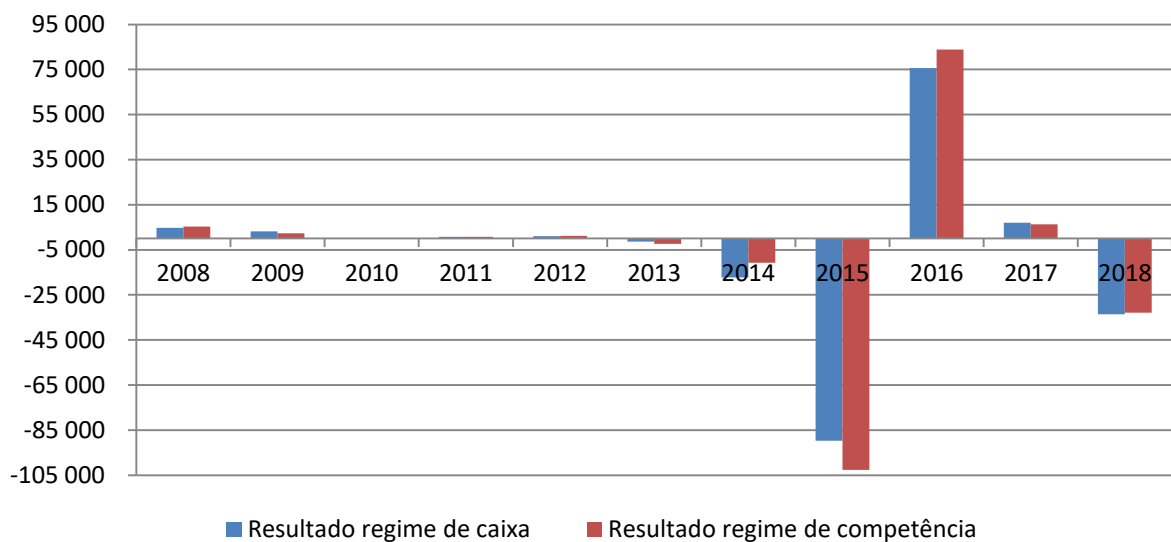
No primeiro momento de pico, o Brasil operava há poucos anos sob o TM, além de ser período anterior ao chamado *boom* das *commodities*. Isso significa que a política e possibilidade prática de acúmulo de reservas ainda não estavam presentes (vale pontuar que,

<sup>28</sup> A taxa de câmbio está aqui determinada pela razão  $R\$/US\%$ , de modo que a elevação da taxa de câmbio equivale à depreciação da moeda doméstica em relação ao dólar, bem como uma queda na taxa de câmbio significa uma apreciação da moeda doméstica *vis-à-vis* a moeda internacional.

<sup>29</sup> Apesar da desvalorização que culminou com o pico de 2002, entendemos que, por conta da ruptura do arcabouço macroinstitucional, o ano de 1999 foi mais representativo, daí sua utilização na comparação que fazemos entre períodos.

entre 1998 e 2003, as autoridades brasileiras realizaram cinco acordos com o FMI)<sup>30</sup>. Assim, os momentos de instabilidade representavam desequilíbrios graves do BP, pois, não havia estoque de divisas suficientes para a autoproteção financeira do setor externo da economia brasileira. O segundo momento de pico, em 2015, foi diferente. As autoridades tinham recursos e instrumentos para suavizar o mercado de câmbio diante da atuação dos agentes investidores e especuladores a fim de mitigar os efeitos da crise cambial de 2015. As operações de *swap* cambiais foram realizadas pelo BCB com essa finalidade (GRÁFICO 22).

Gráfico 22 – Operações cambiais: *Swap* cambial (Milhões R\$), 2008-2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

A partir de 2002, as intervenções do BCB no mercado de derivativos de câmbio são realizadas através de *swaps* cambiais (*swaps* são contratos de troca entre partes que intercambiem ativos ou fluxos financeiros, em determinado período de tempo, previamente acordado, com garantia de recompra pelo preço acordado em *spot*). Intervenções dessa natureza são possíveis de serem executadas uma vez que, no Brasil, o mercado de derivativos de câmbio tem elevado grau de liquidez (FARHI; PRATES; ABOUCHEDID, 2018). Esse derivativo é utilizado na suavização da volatilidade da taxa de câmbio de modo que mantenha determinado nível e/ou trajetória que as autoridades monetárias considerem razoável conjuntamente, o que acarreta em custos para o BCB e para o TN (no caso de a variação cambial superar a variação da Selic,

<sup>30</sup> De Almeida (2014) faz um estudo histórico da relação entre o Brasil e o FMI e contempla os acordos formais realizados.



no período, os custos são contabilizados na conta de juros do setor público). O objetivo central é evitar a especulação contra a moeda <sup>31</sup>.

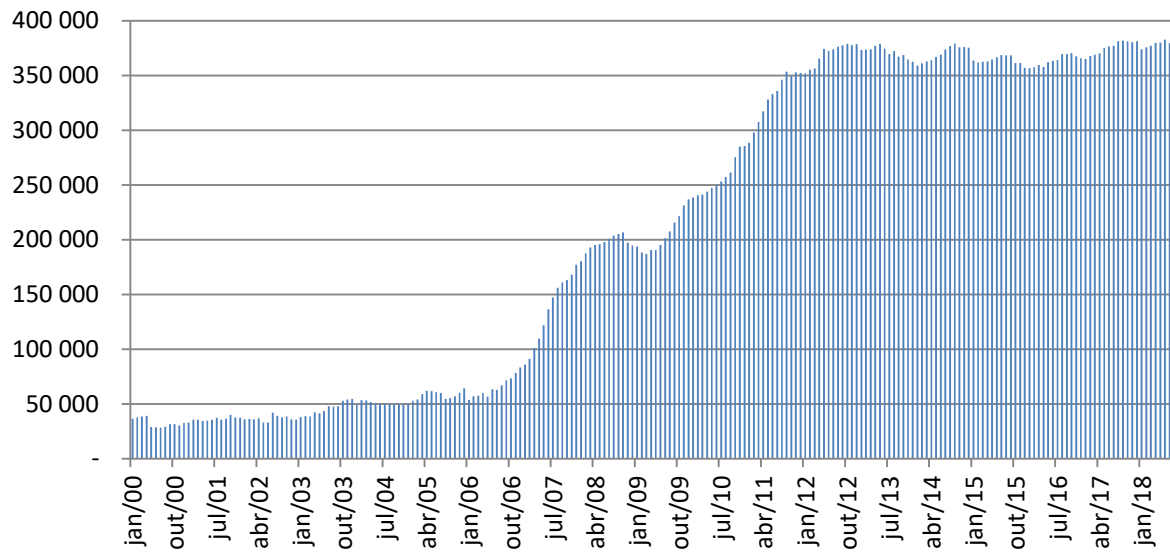
Em momentos de maior flutuação e oscilação do câmbio, esse instrumento é mais utilizado, sobretudo quando a “flutuação suja” faz parte da constelação de políticas econômicas adotadas (SANTIAGO, 2016). A partir de 2014, os valores atribuídos às execuções dessa prática se elevaram, em especial, em 2015, quando os gastos se apresentaram acima dos R\$ 102 bilhões pelo critério de regime de caixa; e, em 2016, no sentido contrário, com receita de R\$ 83 bilhões. Esses períodos foram os de maior profundidade da crise brasileira. Com efeito, a partir de 2014, os volumes de recursos gastos foram maiores do que as receitas obtidas, o que denota que as ações na direção de “segurar” a desvalorização cambial se sobressaíram (nas ações contra a apreciação excessiva usa-se de *swaps* reversos).

Diante disso, fica claro que as expectativas dos mercados internacionais foram abaladas pela deterioração da atividade econômica e do setor público brasileiro e tiveram de ser controladas, em parte, pelas operações de *swap* cambial. Ou seja, durante a crise houve reações do setor externo, que foram “combatidas” pelas autoridades. O aparato institucional montado pós-crise de 1999 e o tempo e conjuntura necessários para a aquisição do chamado “colchão” de divisas (GRÁFICO 23) criaram as condições para que o Brasil se posicionasse de forma diferente frente inversões de expectativas internacionais – de modo que as autoridades possam atuar tanto no mercado futuro de câmbio, através de *swaps* cambiais, quanto no mercado à vista, em especial devido à política de acúmulo de reservas.

---

<sup>31</sup> A esse respeito, ver Salto et al. (2015), Magalhães e Costa (2018) e Magalhães (2018).

Gráfico 23 – Reservas Internacionais (Milhões US\$), jan./2000-jul./2018

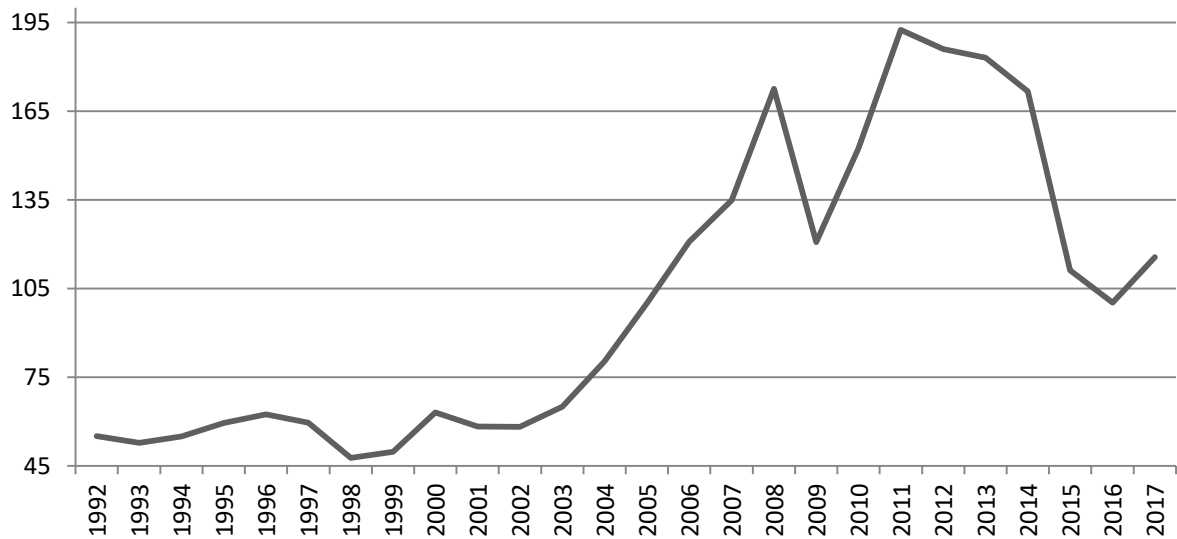


Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Para Oreiro (2015), a política macroeconômica passa por mudanças em 2006, com a substituição do então Ministro da Fazenda Antônio Palocci por Guido Mantega. Como consequência, segundo o autor, houve uma reconfiguração do regime de política macroeconômica que, entre outros elementos, adotou uma política de aumento das reservas internacionais. Nas palavras do autor,

[...] o Banco Central do Brasil passou a intervir pesadamente no mercado de câmbio por intermédio da compra de reservas internacionais, as quais aumentaram 127,8% no período compreendido entre janeiro de 2007 e setembro de 2008, substituindo o regime de “flutuação cambial” pelo regime de “câmbio administrado”. Esse regime de política macroeconômica pode ser denominado de ‘tripé flexibilizado’ (OREIRO, 2015, p. 5).

Um dos fatores que propiciaram essa política de acúmulo de divisas foi o comportamento dos preços das *commodities*, principal categoria de produtos da pauta exportadora brasileira. Observa-se uma tendência de aumento dos preços desses produtos na primeira década dos anos 2000. Essa dinâmica está correlacionada com o acúmulo de reservas internacionais, uma vez que os produtos primários são parte importante da pauta exportadora brasileira. Quando se associa a alta demanda chinesa com a elevação dos preços desses produtos, a receita de exportação, em dólares, se eleva. Aqui, encontra-se uma das duas variáveis que consideramos centrais na mudança de padrão da crise brasileira: o que se chamou de “*bomm* das *commodities*” (GRÁFICO 24).

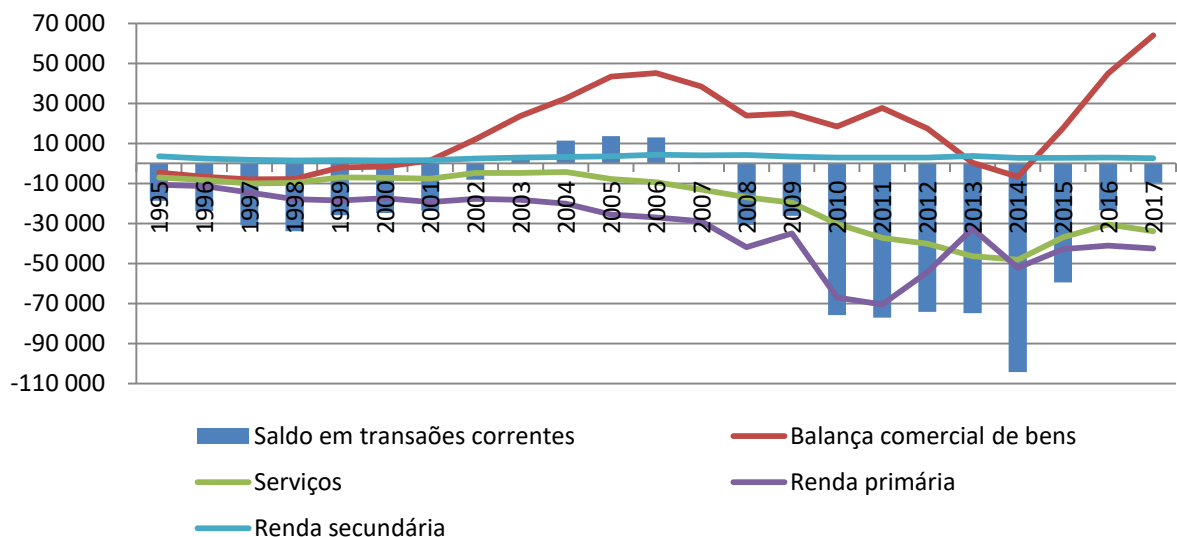
Gráfico 24 – Índice de preços de *commodities*, 1992-2017 (2005=100)

Fonte: Elaboração própria. FMI; *World Economic Outlook Database, October 2018*.

Nota: Inclui índices de preços de combustíveis e não-combustíveis.

Apesar de a elevação dos preços de *commodities* contribuir para as exportações líquidas e, portanto, para o saldo da balança comercial, o mecanismo de acumulação de reservas não encontrou no saldo positivo das transações correntes uma fonte sustentável de divisas. O saldo da conta corrente é, historicamente, negativo (GRÁFICO 25).

Gráfico 25 – Transações correntes (Milhões US\$), 1995-2017



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

A balança comercial de bens é majoritariamente positiva (dos 23 anos da série histórica, em apenas sete, o saldo foi negativo). A renda secundária (fluxo de renda entre residentes e não residentes que, diferentemente da renda primária, não cobra contrapartida da aquisição de algum bem ou serviço, financeiro ou não financeiro) apresentou saldo positivo em todo o período observado, o que evidencia que o problema do saldo negativo em transações correntes não passa, grosso modo, por essas duas rubricas, mas sim pelos serviços e pela renda primária. Como pode ser observado, ambas passam por todo o período analisado com saldo negativo, que se intensificam a partir de 2005.

A depender das transações correntes, o Brasil apresentaria problemas sérios com a geração de divisas<sup>32</sup>. A conta financeira do BP financia os saldos negativos em transações correntes<sup>33</sup>. O saldo dessa conta é historicamente positivo (GRÁFICO 26). Esse resultado permite que o Brasil mantenha uma relação razoavelmente equilibrada com o exterior, frente aos resultados negativos existente nas transações correntes.

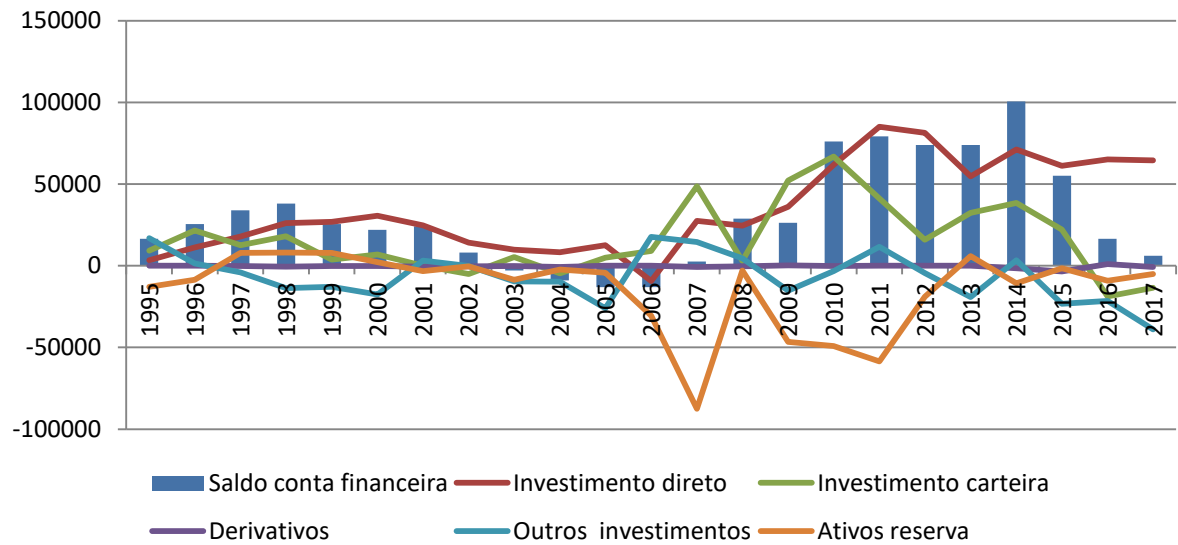
Desmembrar a conta financeira em suas principais rubricas qualifica a análise. O investimento direto e o investimento em carteira são as principais contas em volume de influxo de capital (entrada líquida de capital) e sustentam as contas externas brasileiras. Os investimentos diretos se estabeleceram a um patamar abaixo do que apresentaram em 2011 e 2012, apresentando queda de 2012 para 2013 e de 2014 para 2015. Não obstante, o saldo é amplamente positivo. A rubrica “investimento em carteira” foi positiva desde 2005 e, a partir de 2016, voltou a ser negativa – destaca-se que apresenta tendência de queda desde 2010.

---

<sup>32</sup> Vale ressaltar que estamos preocupados, aqui, com o curto prazo e médio prazo. Nesse sentido, fogem ao escopo deste trabalho as questões de viés de longo prazo. Assim, foca-se na capacidade conjuntural da economia brasileira em gerar divisas. Como mostram Santiago (2016) e Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017), a economia brasileira não tem capacidade estrutural – portanto, de longo prazo – de geração de divisas.

<sup>33</sup> A conta capital também se encontra com saldos positivos. Entretanto, seus valores são relativamente baixos e são, por simplificação, omitidos aqui.

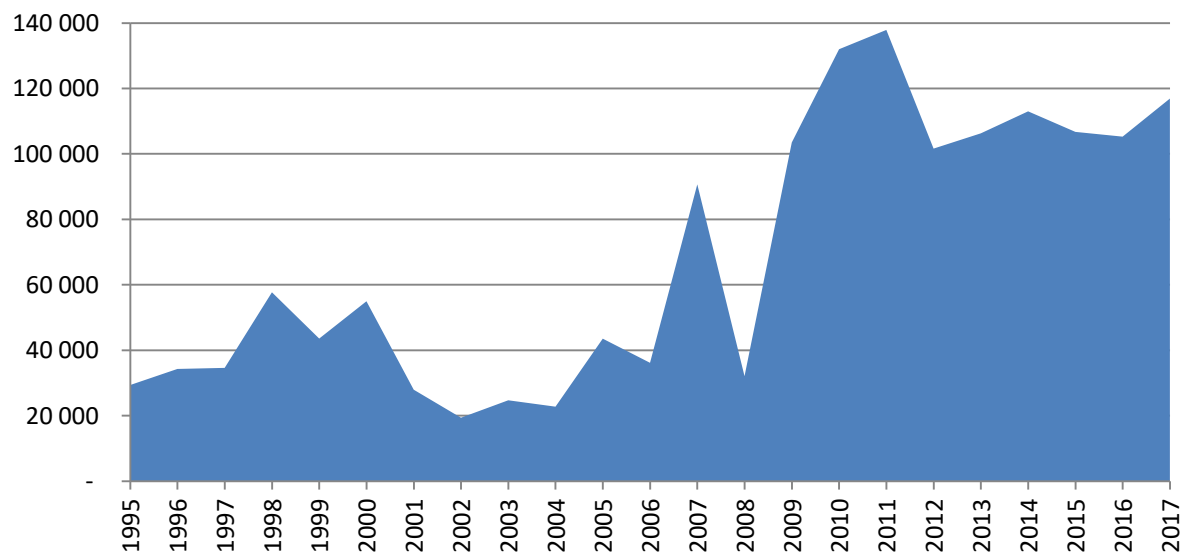
Gráfico 26 – Conta financeira (Milhões US\$), 1995-2017



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Desse modo, é possível concluir que, como o Brasil não possui uma forma sustentável de geração de divisas através das transações correntes, a conta financeira mantém relação equilibrada com o exterior. Isso significa que o país depende de entrada de capitais, constantemente, a fluxos não desprezíveis (o saldo da conta financeira dá esse indicativo). O volume de liquidez internacional a qual a economia brasileira está submetida também é significativo (GRÁFICO 27).

Gráfico 27 – Volume de liquidez internacional para o Brasil (Bilhões US\$), 1995-2017



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Duas condições, basicamente, são importantes para a entrada de capital externo: alta liquidez internacional e boa remuneração ao capital aplicado, *vis-à-vis* a remuneração oferecida em outras praças (diferencial positivo e significativo de juros). Assim, o que se espera é observar, diante desse cenário, taxas de juros maiores em países periféricos *vis-à-vis* as taxas de juros internacionais.

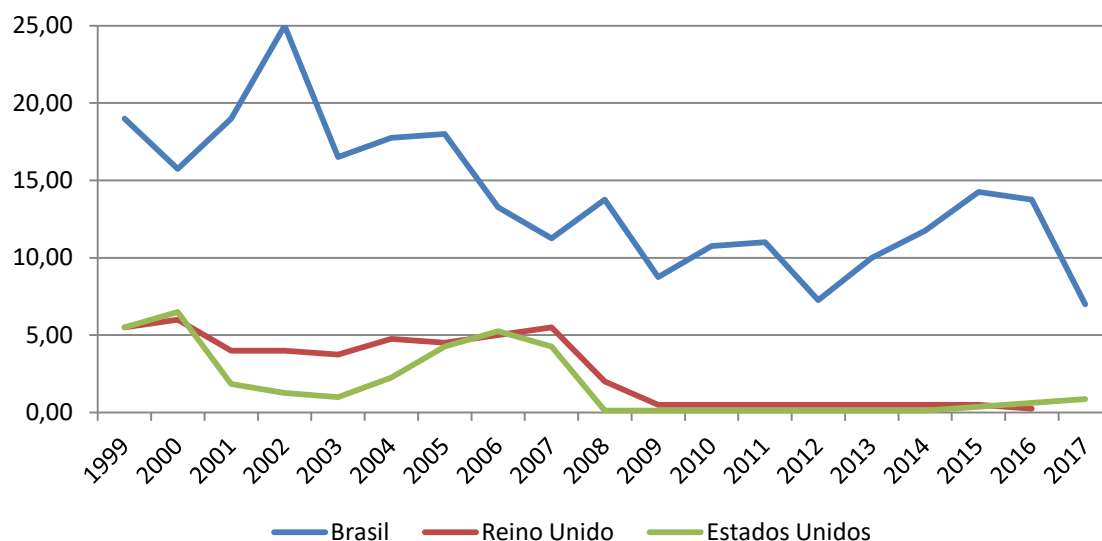
A taxa de juros brasileira mostrou tendência de queda desde 2002. No entanto, manteve um diferencial não desprezível em relação às taxas internacionais (GRÁFICO 28)<sup>34</sup>. Convém destacar dois pontos. Primeiro, a quebra que ocorre nas séries das taxas de juros internacionais de 2007 para 2008. A taxa de juros do Reino Unido, em 2007, encontrava-se em 5,5%. Em 2008, seu valor era de 2%. A taxa estadunidense foi de 4,25%, em 2007, para 0,13%, em 2008. Em razão do efeito recessivo à economia americana, causado pela crise financeira internacional, o *Federal Reserve* (FED) baixou sua taxa de juros nominal a níveis mínimos (*zero lower bound*) (ver CHRISTENSEN; GILLAN, 2019)<sup>35</sup>. Diante disso, observa-se a segunda das duas variáveis centrais que favoreceram o período de bonança, qual seja, a reduzida taxa de juros internacional.

---

<sup>34</sup> As taxas de juros internacionais têm como *proxies* as taxas de juros norte-americanas e do Reino Unido, relacionadas às políticas monetárias dos respectivos países.

<sup>35</sup> Ricketts (2011, p. 1) apresenta a cronologia da redução da taxa de juros por parte do *Federal Open Market Committee* (FOMC), no momento crítico da crise: “From September 2007 to June 2008, the FOMC incrementally lowered the federal funds rate target from 5.25 percent to 2 percent as turmoil engulfed credit markets. The financial panic intensified in mid-September 2008 when the investment banking company Lehman Brothers declared bankruptcy (the largest such filing in U.S. history) and American International Group (AIG) neared bankruptcy as its stock plummeted. In response, the Fed rolled out new emergency lending programs and lowered the federal funds rate target in October 2008 from 2 percent to 1 percent. In December 2008, the continuing severity of the crisis prompted the Fed to drop the target to the extraordinarily low range of between 0 and 0.25 percent, where it has remained. Because nominal interest rates cannot go below zero and the Fed needed to continue to support a weakened economy, it turned to nontraditional policy, including QE.”. “Quantitative Easing” (QE) é a ação de compra de ativos em larga-escala, por parte do FED. O intuito é, segundo Lavoie e Fiebiger (2018), aumentar o balanço do BC com a elevação das reservas mantidas por bancos comerciais em seu passivo. Faz parte das políticas “não tradicionais” para oferecer liquidez para o sistema financeiro, bem como reduzir as taxas de juros incidentes sobre esses ativos. Para críticas por um viés heterodoxo ao QE, ver Palley (2011) e Rochon (2016).

Gráfico 28 – Taxas de juros relacionadas à política monetária (% a.a.), 1999-2017



Fonte: Elaboração própria. FMI; *International Financial Statistics*.

A taxa de juros brasileira faz o movimento contrário – embora a economia mundial estivesse vivendo uma das maiores crises de sua história –, saindo de 11,25%, em 2007, para 13,75%, em 2008. Isso guarda relação com o segundo ponto a ser destacado: o comportamento da taxa de juros brasileira no período mais agudo de sua crise recente se encontrou em trajetória de alta, entre 2012 e 2015, saindo de 7,25% (nível mais baixo da série histórica até então) e atingindo 14,25%. Apenas a partir daí que começou sua trajetória de queda para atingir o valor mais baixo da série histórica, 7%.

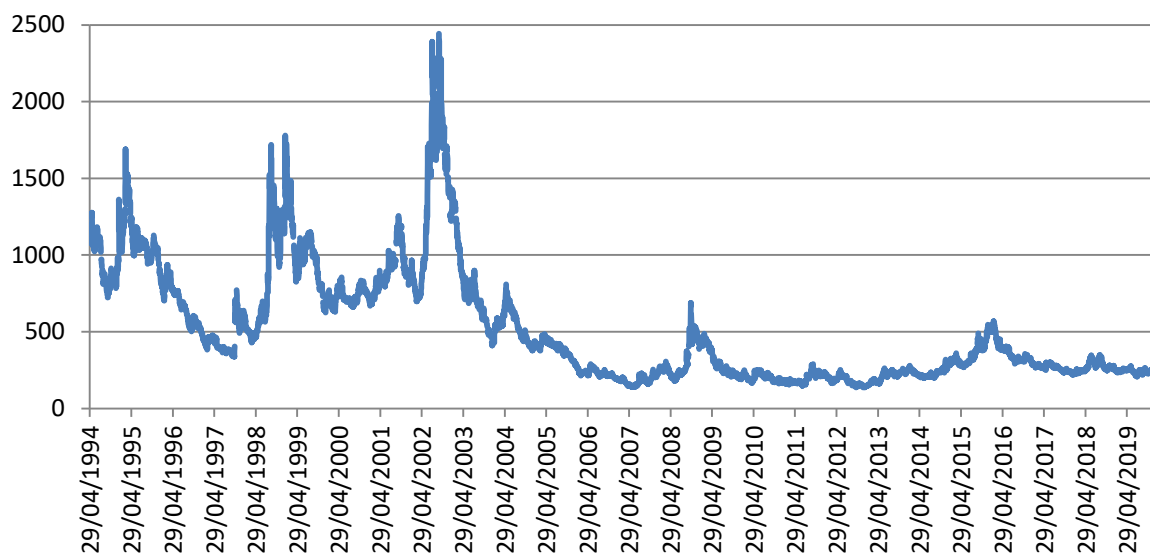
Em suma, esta seção documenta como se comportou o setor externo da econômica brasileira e como foi sua reação às condições internacionais da última década. Essas condições determinaram uma redução na vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Além disso, conclui-se que duas variáveis são centrais para esse processo, a saber: o índice de preços das *commodities* e a liquidez internacional<sup>36</sup>. Essas duas variáveis propiciaram, conjuntamente, um cenário a partir do qual se pôde estabelecer, através de política de acúmulo de reservas internacionais, equilíbrio externo no curto e médio prazo. Com esse suporte, as políticas de administração cambial puderam intervir, via operações cambiais de *swap* e com as reservas no mercado à vista, e serviram de instrumento para que uma crise

<sup>36</sup> Na seção 2.2, havia-se chegado a esse diagnóstico, sendo identificadas a elevação do preço das *commodities* e a fase de alta do segundo ciclo de liquidez para a mudança observada no plano internacional geral das economias periféricas.

externa, nos moldes como ocorriam anteriormente, não tenha emergido (vide o comparativo feito pela Tabela 6 e pela evolução da redução da parcela dolarizada do estoque de passivos externos). A conjunção desses fatores exprime a redução do nível histórico do risco-país (GRÁFICO 29):

Gráfico 29 – EMBI + (Risco-país), abr./1994-fev./2020



Fonte: Elaboração própria. Dados do IpeaData.

Isso posto, resta observar alguns indicadores do setor público. Observa-se uma tendência de queda da participação dos investimentos nas despesas de capital, movimento concomitante com a tendência de elevação da participação das amortizações da dívida pública nas mesmas despesas (TABELA 7). Os encargos da dívida pública sobre as despesas orçamentárias e sobre as despesas correntes se mantiveram relativamente constantes.



Tabela 7 – Indicadores do setor público da economia brasileira (2011-2016)

Variáveis/ano	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Despesa orçamentária (milhões R\$)	2.209.044	2.270.017	2.087.432	2.540.550	2.357.673	2.528.998
Despesas correntes (milhões R\$)	1.331.180	1.368.209	1.304.967	1.496.109	1.487.016	1.522.301
Jur. e encargos da dív. (milhões R\$)	183.858	177.748	172.443	200.385	221.466	204.890
Jur. e encar. Div./desp orçament. (%)	<b>8,32</b>	<b>7,83</b>	<b>8,26</b>	<b>7,89</b>	<b>9,39</b>	<b>8,10</b>
Jur. e encar. Div./desp correntes (%)	<b>13,81</b>	<b>12,99</b>	<b>13,21</b>	<b>13,39</b>	<b>14,89</b>	<b>13,46</b>
Despesa de capital (milhões R\$)	205.257	505.440	168.095	318.871	263.070	352.798
Investimentos (milhões R\$)	23.953	29.276	18.200	25.370	10.240	16.804
Invest./desp. Capital (%)	<b>11,67</b>	<b>5,79</b>	<b>10,83</b>	<b>7,96</b>	<b>3,89</b>	<b>4,76</b>
Invest./desp. orçament. (%)	1,08	1,29	0,87	1,00	0,43	0,66
Amortização da dívida (milhões R\$)	136.982	424.157	97.998	224.384	193.396	271.360
Amortização de dívida/desp. capital (%)	<b>66,73</b>	<b>83,92</b>	<b>58,30</b>	<b>70,37</b>	<b>73,52</b>	<b>76,92</b>

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil; IpeaData.

Notas: Variáveis monetárias em seus valores reais, deflacionadas pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA); a preços de 1984=100.

Após o desenvolvimento de um modelo que capte a elevação do endividamento público em consequência das esterilizações – em função do acúmulo de reservas (capítulo 3) –, serão documentadas no quarto capítulo as evidências de crise da economia brasileira de 2015-2016, a consequente deterioração das finanças do setor público e, nesse contexto, a expressiva participação do instrumento de esterilização (“operações compromissadas”) na dívida pública.

## 2.5 Considerações finais

Este capítulo evidenciou aspectos que caracterizam as transformações do SMFI a partir da década de 1980. A esse respeito, o que se observou foi: (i) a elevação cíclica da liquidez internacional; (ii) o “efeito China” e seu impacto nas transações correntes periféricas e centrais; (iii) a elevação do acúmulo de reservas das economias periféricas.

O objetivo foi mostrar como essas transformações impactaram o setor externo da economia brasileira. Conclui-se que as mudanças do quadro internacional geraram uma condição singular e isso diferencia a crise econômica de 2015-2016 das crises de 1999 e 1982. Num primeiro momento foram apresentados alguns indicadores do setor externo da economia brasileira para recortes relevantes dos períodos de interesse. Em suma, o acúmulo de reservas qualificou significativamente alguns indicadores externos (TABELA 5).

De posse desse compêndio de informações, detalhou-se o setor externo da economia brasileira com o intuito de entender a melhora observada dos indicadores, bem como confirmar o diagnóstico da seção 2.2: a elevação do preço das *commodities* e a fase de alta do segundo ciclo de liquidez internacional são variáveis decisivas para a nova condição do setor externo da economia brasileira, pelo menos no curto e médio prazo.

Diante disso, o papel que o presente capítulo exerce na afirmação desta tese é oferecer evidência empírica de um choque externo positivo de curto e médio prazo e como o setor externo brasileiro reagiu a isso. Portanto, entender as razões pelas quais a crise econômica de 2015-2016 não se manifestara em uma crise de BP. Pode-se dizer que, com o término deste capítulo, fundamenta-se parte da hipótese central desta tese. Resta, diante disso, entender como a ausência de crise externa se manifesta, pelo menos em parte, no problema de endividamento público que se evidenciou, sobretudo a partir de 2015-2016<sup>37</sup>.

A inserção assimétrica da periferia no SMFI determina, diante de choque externo negativo, uma elevação da taxa de juros e um aumento do endividamento público. Adicionalmente, argumentamos que, frente a um choque externo positivo, no curto e médio prazo, o resultado

---

<sup>37</sup> Embora esta tese divida-se por meio de capítulos, pode-se dizer que o término do segundo capítulo se equivale ao fim da primeira parte do trabalho. A segunda parte, que se valeria dos capítulos 3 e 4, se encarregará de entender as implicações de política econômica na economia brasileira diante do que se viu até aqui.

é o aumento do estoque de reservas internacionais e um aumento no endividamento público interno. Em outras palavras, diante do evento singular que ocorreu a partir do início da década de 2000, observou-se que as economias periféricas acumularam reservas internacionais.

Para o caso da economia brasileira, esse fator, associado à mudança de regime macroeconômico anti-inflacionário, operando com taxa de câmbio flutuante, permite uma tendência de redução das taxas de juros (como foi visto na seção anterior). Essa mudança não impede, no entanto, que ocorra a elevação do endividamento público.

A lógica é que essa política de acúmulo de reservas resulta em elevadas esterilizações por parte do BC. No caso brasileiro, em que o BCB não emite títulos próprios, as esterilizações são realizadas com títulos emitidos pelo Tesouro Nacional (TN) e resulta, na prática, em endividamento público. Como será visto no quarto e último capítulo deste trabalho, as “operações compromissadas” tiveram substancial elevação no período em que se acumularam reservas de divisas no Brasil. A partir da crise de 2015-2016, os indicadores de endividamento, em especial DBGG/PIB se deterioraram substancialmente e essas operações instrumento de política monetária chegaram a representar quase um quarto da DBGG.

No próximo capítulo, analisamos formalmente os efeitos de um choque externo positivo de curto e médio prazo, que é fundamentado pelas elevações dos preços das *commodities* e da liquidez internacional, sobre uma economia periférica aberta que opera sob RMI. O modelo segue os desenvolvimentos de Setterfield (2006), Rochon e Setterfield (2007) e Vera (2014). A novidade é a inserção das esterilizações como instrumento de política monetária que, em um contexto de uma economia aberta, atua no controle da liquidez resultante do acúmulo de reservas.

### **3 CHOQUES EXTERNOS E IMPLICAÇÕES DE CURTO E MÉDIO PRAZO PARA UMA ECONOMIA ABERTA PERIFÉRICA COM REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

#### **3.1 Introdução**

O panorama traçado acerca das transformações no quadro internacional, sobretudo a partir da década de 2000, mostrou que a China passou a ter maior protagonismo na economia mundial. Isso implicou em mudanças no saldo da balança comercial e no de transações correntes dos países periféricos. Em síntese, constatamos que: (i) houve elevação estrutural da liquidez internacional no período analisado (a partir da década de 2000); (ii) ocorreu o “efeito China” sobre as transações correntes de economias periféricas e centrais; (iii) o período foi marcado pela elevação do estoque de reservas de divisas internacionais na periferia do capitalismo.

Ademais, como evidenciado, essas transformações tiveram implicações sobre a economia brasileira, sobretudo no setor externo. Em termos de política econômica, destacou-se o acúmulo de reservas que ofereceu proteção contra eventuais instabilidades do setor externo.

No presente capítulo, vamos desenvolver um modelo de caráter pós-keynesiano de curto e médio prazo no intuito de analisar teoricamente os efeitos de alguns choques, tanto do ponto de vista da economia internacional, como doméstica. Nesse caso, os choques guardam paralelo com certos eventos empíricos observados no período em análise.

Como visto, a assimetria macroeconômica constitui-se em uma das assimetrias do SMFI. Logo, a política econômica tem, em grande medida, um caráter reativo aos choques externos, sejam esses positivos ou negativos. Nos países periféricos, em geral, é menor a capacidade de combater os ciclos econômicos. Em outras palavras, são menores os graus de liberdade para se realizar políticas econômicas anticíclicas, tanto no período de escassez, quanto no período de abundância de capitais e recursos. Por outro lado, a conversibilidade das moedas dos países centrais possibilita que estes controlem suficientemente os ciclos internos às suas economias através da política econômica.

Desse modo, o argumento é que as economias periféricas estão, de certa forma, à mercê dos ciclos econômicos oriundos das políticas econômicas (sobretudo monetária) realizadas no país

emissor da moeda-chave e, em menor proporção, nos países próximos ao núcleo da hierarquia monetária; bem como a outros movimentos do comércio internacional.

O modelo proposto busca captar os movimentos de política econômica doméstica de uma economia periférica, quando seu setor externo está submetido a choques externos positivos. As variáveis teóricas representativas a esses choques são o preço das *commodities* e a taxa de juros internacional. O intuito é que representem os dois movimentos mais significativos observados entre meados da década de 2000 e 2012, quais sejam, o aumento da demanda dos produtos ofertados pela periferia – o que elevou seus preços – e a elevação da liquidez internacional.

Nesse contexto, espera-se certo protagonismo da política de controle de liquidez doméstica por meio das esterilizações, uma vez que, no contexto do RMI, o BC preocupa-se prioritariamente com a meta de inflação. Em outras palavras, as decisões de política econômica visam o cumprimento da meta que, por sua vez, passa, diante de um choque externo positivo e da política de acúmulo de reservas, pelo controle de liquidez do mercado interno. A implicação esperada desse movimento é a elevação do endividamento público. Assim, a “contra-face” da inserção assimétrica no SMFI é, num cenário externo positivo, o acúmulo de reservas – que possibilita, em algum grau, a redução das taxas de juros – e a elevação do endividamento via controle de liquidez.

Para tanto, utilizaremos como base os modelos de Setterfield (2006), Rochon e Setterfield (2007) e Vera (2014). São três as justificativas. Primeiramente, essa é uma linha de modelos que se destaca por sua simplicidade, sem deixar, no entanto, de ser robusto teoricamente, do ponto de vista de sua filiação teórica. Em segundo lugar, trata-se de um modelo de economia que opera sob RMI, característica que cumpre com as necessidades essenciais que a investigação deste trabalho abrange. Por fim, sob esse aspecto, é possível avaliar o impacto de mudanças (choques) do setor externo sobre a política econômica doméstica, fenômeno esse de intrínseca importância às economias periféricas.

## 3.2 O modelo

### 3.2.1 O básico do modelo: o processo gerador de inflação

O processo gerador de inflação fundamenta-se no conflito distributivo *à lá* Kalecki e postula a ausência de decisões sobre salários e preços coordenadas de forma centralizada. Nas palavras de Rowthorn (1977, p. 216-217):

Numa base *firm by firm* trabalhadores podem negociar aumentos para que obtenham certo padrão de vida, e capitalistas individualmente, tendo acordado sobre os pagamentos de salários, podem então estabelecer preços de forma a atingirem uma certa meta de taxa de lucro. Para qualquer capitalista individualmente isso não implica uma tentativa deliberada de alterar o nível de salário real e viciar o que foi acordado na barganha de salários. Não obstante, na economia agregada esta pode ser a consequência objetiva de suas decisões individuais e descoordenadas. Assim, as reivindicações contrapostas – aquelas negociadas pelos trabalhadores na barganha por salários e aquelas perseguidas pelos capitalistas na sua política de preços – podem se exceder ou sobrar sobre a disponibilidade [...]. Neste caso há um conflito entre a política de preços capitalista e o que foi acordado na barganha salarial<sup>1</sup>.

No presente modelo, as duas próximas equações, 3.1 e 3.2, conjuntamente, exprimem simplificada este conflito. A taxa de crescimento dos salários nominais ( $\hat{w}$ ) é definida como:

$$\hat{w} = \mu(\omega_w - \omega) \quad 0 < \mu < 1 \quad (3.1)$$

sendo  $\omega_w$  a participação do salário na renda “desejada” pelos trabalhadores<sup>2</sup>, enquanto  $\omega$  é a participação efetiva do salário na renda. O aumento da distância entre a participação desejada do salário na renda e a efetiva participação do salário na renda impulsiona o crescimento do

<sup>1</sup> “On a firm by firm basis workers may negotiate increases designed to give them a certain standard of living, and individual capitalists, having agreed on these wage payments, may then set prices so as to achieve a certain target rate of profit. For any individual capitalist this need not imply a deliberate attempt to alter the level of real wages and vitiate what has been agreed in the wage bargain. Yet aggregating over the whole economy this may be the objective consequence of their individual and uncoordinated decisions. So the rival claims on income—those negotiated by workers in the wage bargain and those pursued by capitalists in their pricing policy—may exceed or fall short of what is available [...]. In this case there is a conflict between capitalist pricing policy and what has been agreed in wage negotiations”.

<sup>2</sup> Há a diferenciação entre “desejado” e “acordado”. No processo de barganha entre trabalhadores e firma, define-se, no caso, a participação na renda que salários e lucros terão. Mas isso não implica que as participações acordadas são iguais às participações desejadas. Estas serão iguais quando o crescimento do nível de preços antecipado efetivamente se concretiza. Rowthorn (1977, p. 215), no contexto da discussão do conflito distributivo, distingue “expectativa” de “antecipação”. “To expect something means simply to believe with greater or less confidence that it will occur, whereas to anticipate something means both to expect it and act upon this expectation”.

salário nominal. A mensuração desse impacto é dada pelo parâmetro  $\mu$ , que representa o poder relativo do trabalhador organizado na barganha por salários.

A equação 3.2 define a taxa de inflação ( $\hat{p}$ ), que depende fundamentalmente de dois elementos. O primeiro elemento traz a diferença entre a participação do salário na renda ( $\omega$ ) e a participação do salário na renda “desejada” pelas firmas ( $\omega_F$ ) – o que sugere um repasse aos preços, por parte dos capitalistas produtivos, das pressões advindas do mercado de trabalho (aumento do salário dos trabalhadores). O parâmetro  $\phi_1$  representa o poder relativo das firmas em seus respectivos mercados. Por fim, a taxa de inflação depende também da esterilização realizada pela autoridade monetária ( $est$ ).

$$\hat{p} = \phi_1(\omega - \omega_F) - \phi_2 est ; \quad 0 < \phi_i < 1 \quad (3.2)$$

Numa economia periférica, a esterilização é um elemento importante na determinação do controle de preços por agir sobre a liquidez do mercado doméstico. Em um contexto de economia aberta, essa liquidez é fortemente influenciada pelo cenário externo. A inserção dessa variável na equação de preços é uma das principais novidades que propomos em relação aos modelos anteriores (ver VERA, 2014)<sup>3</sup>.

A economia opera sob RMI e as autoridades monetárias definem uma taxa de juros de curto prazo ( $r$ ) de acordo com a meta inflacionária<sup>4</sup>:

$$r = r_0 + \delta(\hat{p} - \hat{p}^T) ; \quad \delta > 0 \quad (3.3)$$

A taxa de juros de política monetária é uma função da taxa de juros real ( $r_0$ ) e do desvio da taxa de inflação de sua meta estabelecida pelo BC ( $\hat{p} - \hat{p}^T$ ), cujo impacto se estabelece através do parâmetro  $\delta$ .

Por fim, a taxa de desemprego ( $U$ ) é função da taxa de juros da economia, como mostra a equação 3.4:

<sup>3</sup> Embora, inicialmente, tratemos de uma economia fechada. Mais detalhes serão dados adiante.

<sup>4</sup> A equação da taxa de juros se dá por uma simplificação da Regra de Taylor [ver Taylor (1993)], que resulta da simplificação da função implícita do BCB exibida no primeiro capítulo da tese; cf. capítulo 1, equação 1.4.

$$U = \gamma_1 + \gamma_2 r \quad \gamma_i > 0 \quad (3.4)$$

Enquanto  $\gamma_2$  capta os efeitos da taxa de juros na demanda agregada e, por conseguinte, seus efeitos na taxa de desemprego,  $\gamma_1$  busca não negligenciar outros efeitos sobre a demanda agregada que não aqueles advindos da taxa de juros. A equação acima está em linha com Setterfield (2006) e Rochon e Setterfield (2007). Intuitivamente, ela retrata a não neutralidade da moeda na economia real. Implicitamente, admite-se que a demanda agregada está em função da taxa de juros nominal, isto é,  $D = f(r), f' < 0$  e a taxa de desemprego está em função da demanda agregada,  $U = g(D), g' < 0$ .

Com base nesse modelo básico iremos realizar alguns exercícios teóricos. Procura-se estabelecer uma ligação entre as propriedades de uma economia periférica que opera sob RMI e seu condicionamento perante ao SFMI e às transformações do quadro econômico internacional. Em outras palavras, os cenários teóricos que serão propostos têm como objetivo principal fornecer instrumentos teóricos para entender as implicações à economia brasileira, principalmente a partir da década de 2000. Especificamente, estamos interessados no cenário de ausência de crise externa na crise econômica brasileira de 2015-2016 e na piora do endividamento do governo.

Nos dois primeiros exercícios, consideramos uma economia fechada. Nos exercícios seguintes, trabalhar-se-á, propriamente, com uma economia aberta. Nesses últimos esperamos obter os principais *insights* que ampliaram a compreensão dos cenários traçados nos capítulos anteriores. Ademais, esses resultados fundamentam a análise do próximo (último) capítulo.



### 3.2.2 O processo gerador de inflação em uma economia fechada

Neste primeiro momento, o sistema se resume nas seguintes equações:

$$\hat{w} = \mu(\omega_w - \omega) \quad 0 < \mu < 1 \quad (3.1)$$

$$\hat{p} = \phi_1(\omega - \omega_F) - \phi_2 est; \quad 0 < \phi_i < 1 \quad (3.2)$$

$$r = r_0 + \delta(\hat{p} - \hat{p}^T); \quad \delta > 0 \quad (3.3)$$

$$U = \gamma_1 + \gamma_2 r \quad \gamma_i > 0 \quad (3.4)$$

Neste exercício, a esterilização tem o papel do controle da liquidez doméstica e é uma variável exógena<sup>5</sup>. Em uma economia que opera sob o RMI, o processo pelo qual a taxa de inflação se estabelece é central para definir sua dinâmica. Por essa razão, o processo que gera a inflação e a dinâmica macroeconômica como um todo deve ser vista a partir de seu equilíbrio. Para estabelecê-lo, utiliza-se das equações 3.5 e 3.6:

$$\hat{w} = \mu(\omega_w - \omega) \quad (3.5)$$

$$\hat{p} = \phi_1(\omega - \omega_F) - \phi_2 est \quad (3.6)$$

Assume-se que, em equilíbrio, a taxa de crescimento de salário nominal se iguala à taxa de inflação. Assim,

$$\hat{w} = \hat{p} \quad (3.7)$$

O que implica, a partir da equação 3.5, em:

$$\hat{p} = \mu(\omega_w - \omega) \quad (3.8)$$

---

<sup>5</sup> O entendimento da esterilização como variável de controle de liquidez numa economia fechada foi pontuado no capítulo 1, nota de rodapé 28.

Resolvendo, obtém-se:

$$\begin{aligned}\mu(\omega_w - \omega) &= \phi_1(\omega - \omega_F) - \phi_2 est \Rightarrow \mu\omega_w - \mu\omega = \phi_1\omega - \phi_1\omega_F - \phi_2 est \Rightarrow \phi_1\omega + \\ \mu\omega &= \mu\omega_w + \phi_1\omega_F + \phi_2 est \Rightarrow (\phi_1 + \mu)\omega = \mu\omega_w + \phi_1\omega_F + \phi_2 est\end{aligned}$$

O que implica que a participação de equilíbrio do salário na renda é dada por:

$$\omega^* = \frac{\mu\omega_w}{(\phi_1 + \mu)} + \frac{\phi_1\omega_F}{(\phi_1 + \mu)} + \frac{\phi_2 est}{(\phi_1 + \mu)} \quad (3.9)$$

E que a taxa de inflação de equilíbrio é:

$$\hat{p}^* = \mu(\omega_w - \omega^*) = \mu \left( \omega_w - \frac{\mu\omega_w + \phi_1\omega_F + \phi_2 est}{(\phi_1 + \mu)} \right)$$

Resolvendo o argumento entre parênteses,

$$\begin{aligned}\frac{\omega_w(\phi_1 + \mu) - \mu\omega_w - \phi_1\omega_F - \phi_2 est}{(\phi_1 + \mu)} &= \frac{\phi_1\omega_w + \mu\omega_w - \mu\omega_w - \phi_1\omega_F - \phi_2 est}{(\phi_1 + \mu)} = \\ \frac{\phi_1\omega_w - \phi_1\omega_F - \phi_2 est}{(\phi_1 + \mu)} &= \frac{\phi_1(\omega_w - \omega_F) - \phi_2 est}{(\phi_1 + \mu)}\end{aligned}$$

Logo,

$$\hat{p}^* = \mu \left[ \frac{\phi_1(\omega_w - \omega_F)}{(\phi_1 + \mu)} - \frac{\phi_2 est}{(\phi_1 + \mu)} \right] \quad (3.10)$$

As equações 3.6 e 3.8 representam as curvas que nomearemos  $p_F$  e  $p_w$ , respectivamente<sup>6</sup>. Suas inclinações são calculadas abaixo.

Inclinação  $p_F$ :

$$\frac{\partial \hat{p}}{\partial \omega_{PF}} = \phi_1 > 0 \quad (3.11)$$

Inclinação  $p_w$ :

<sup>6</sup> A nomenclatura “ $p_w$ ” e “ $p_F$ ” para as curvas é utilizada em Vera (2014).

$$\frac{\partial \hat{p}}{\partial \omega_{P_w}} = -\mu < 0 \quad (3.12)$$

Tendo em vista o plano  $\hat{p} - \omega$ , é possível representar o ponto de equilíbrio a partir do encontro das curvas  $p_w$  e  $p_F$  (FIGURA 1):

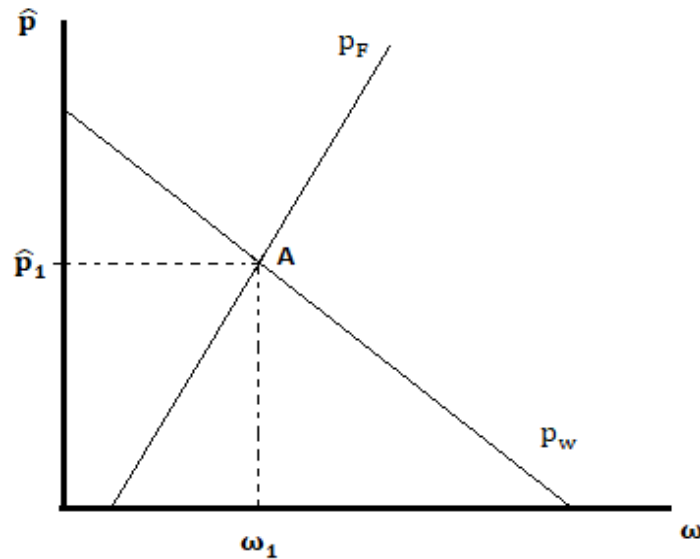


Figura 1 – Processo gerador da inflação numa economia fechada

A partir desse equilíbrio é possível fazer análise de estática comparativa. Por exemplo, pode-se determinar como o modelo se comporta frente a uma política de aperto monetário realizado pela autoridade monetária. Admite-se que as esterilizações são o instrumento escolhido para o controle da liquidez doméstica.

Na Figura 2 (a), assume-se uma elevação da esterilização (de  $est_1$  para  $est_2$ ). Assim, reduz-se a taxa de inflação, de  $\hat{p}_1$  para  $\hat{p}_2$ , mudando o equilíbrio do ponto A para B. Esse movimento é esperado, considerando a equação da taxa de inflação de equilíbrio:

$$\hat{p}^* = \mu \left[ \frac{\phi_1(\omega_w - \omega_F)}{(\phi_1 + \mu)} - \frac{\phi_2 est}{(\phi_1 + \mu)} \right] \quad (3.13)$$

A derivada dessa equação em relação às esterilizações indica a direção do movimento apontado acima:

$$\frac{\partial \hat{p}^*}{\partial est} = -\frac{\mu \phi_2}{(\phi_1 + \mu)} < 0 \quad (3.14)$$

Isso implica no deslocamento da curva  $p_F$ , para  $p_F'$  [FIGURA 2 (b)]. Esse movimento de redução inflacionária melhora a distribuição funcional da renda em prol do trabalho, o que eleva a participação do salário na renda de equilíbrio. Esse movimento altera, por sua vez, a taxa de juros de política monetária (de  $r_1$  para  $r_2$ ), como resultado da redução da taxa de inflação [FIGURA 2 (d), que capta a relação entre a taxa de juros (curva RR) e a taxa de inflação]. A redução da taxa de juros, *ceteris paribus*, tem efeito sobre a economia real via redução na taxa de desemprego (de  $U_1$  para  $U_2$ ).

Em suma, a elevação da esterilização reduz a taxa de inflação. O controle inflacionário melhora o poder de compra da renda do trabalho, elevando a participação dos salários na renda. A resultante de curto e médio prazo dessa política é a redução da taxa de juros básica da economia, bem como da taxa de desemprego.

Nesse caso específico, o instrumento de controle de liquidez utilizado pelo BC – a política de esterilização – é uma variável exógena ao modelo. Evidentemente, esta é uma hipótese forte. Faz mais sentido pensar que as esterilizações realizadas pela autoridade monetária são, em linhas gerais, uma função dos parâmetros de política macroeconômica.

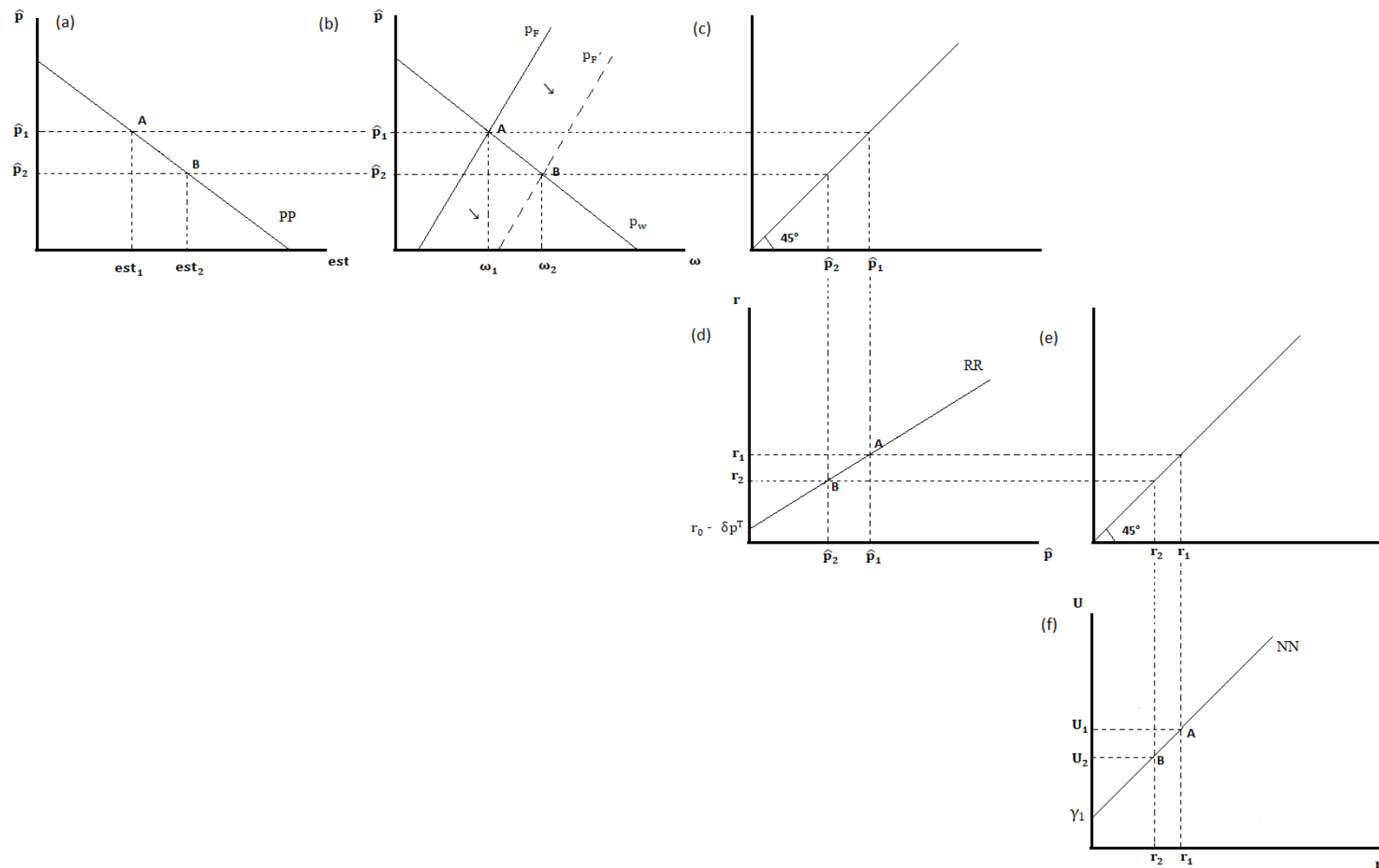


Figura 2 – O processo gerador de inflação e o impacto de uma elevação das esterilizações

### 3.2.3 Controle endógeno de liquidez para conter inflação em uma economia fechada

Neste exercício, consideramos a variável esterilização como endógena. Ela responde a política de metas de inflação, ou seja, funciona como instrumento de política monetária (equação 3.16). Consideramos, ainda, uma economia fechada.

Vamos relacionar o controle de liquidez e a taxa de inflação. Por isso, o equilíbrio será reescrito em termos das taxas de inflação e de esterilização de equilíbrio:

$$\hat{p} = \phi_1(\omega - \omega_F) - \phi_2 est \quad (3.15)$$

$$est = \beta(\hat{p} - \hat{p}^T) \quad (3.16)$$

Resolvendo a equação 3.15 para  $est$ , temos:

$$est = \frac{\phi_1(\omega - \omega_F)}{\phi_2} - \frac{\hat{p}}{\phi_2} \quad (3.17)$$

Igualando (3.16) a (3.17), temos que:

$$\begin{aligned} \beta(\hat{p} - \hat{p}^T) &= \frac{\phi_1(\omega - \omega_F) - \hat{p}}{\phi_2} \Rightarrow \phi_1(\omega - \omega_F) - \hat{p} = \phi_2\beta(\hat{p} - \hat{p}^T) \Rightarrow \hat{p} + \phi_2\beta\hat{p} = \\ \phi_1(\omega - \omega_F) + \phi_2\beta\hat{p}^T &\Rightarrow (1 + \phi_2\beta)\hat{p} = \phi_1(\omega - \omega_F) + \phi_2\beta\hat{p}^T \end{aligned}$$

O que implica na taxa de inflação de equilíbrio:

$$\hat{p}^* = \frac{\phi_1(\omega - \omega_F)}{(1 + \phi_2\beta)} + \frac{\phi_2\beta\hat{p}^T}{(1 + \phi_2\beta)} \quad (3.18)$$

Logo, é possível mostrar que:

$$est^* = \beta(\hat{p}^* - \hat{p}^T) = \beta \left[ \frac{\phi_1(\omega - \omega_F) + \phi_2\beta\hat{p}^T}{(1 + \phi_2\beta)} - \hat{p}^T \right]$$

Resolvendo o argumento entre colchetes do lado direito da equação,

$$\frac{\phi_1(\omega - \omega_F) + \phi_2\beta\hat{p}^T - (1 + \phi_2\beta)\hat{p}^T}{(1 + \phi_2\beta)} = \frac{\phi_1(\omega - \omega_F) + \phi_2\beta\hat{p}^T + \phi_2\beta\hat{p}^T - \hat{p}^T}{(1 + \phi_2\beta)} = \frac{\phi_1(\omega - \omega_F) - \hat{p}^T}{(1 + \phi_2\beta)}$$

Que implica que a esterilização de equilíbrio ( $est^*$ ) é dada por:

$$est^* = \beta \left[ \frac{\phi_1(\omega - \omega_F)}{(1 + \phi_2\beta)} - \frac{\hat{p}^T}{(1 + \phi_2\beta)} \right] \quad (3.19)$$

As equações 3.16 e 3.17 representam as curvas que nomearemos  $E$  e  $P$  respectivamente<sup>7</sup>. Suas inclinações são calculadas abaixo:

Inclinação  $E$ :

$$\frac{\partial est}{\partial \hat{p}_E} = \beta > 0 \quad (3.20)$$

Inclinação  $P$ :

$$\frac{\partial est}{\partial \hat{p}_P} = -\frac{1}{\phi_2} < 0 \quad (3.21)$$

Tendo em vista o plano  $est - \hat{p}$ , o equilíbrio dado pelo cruzamento das curvas  $E$  e  $P$  é representado na Figura 3:

<sup>7</sup> A nomenclatura “ $p_w$ ” e “ $p_F$ ” para as curvas é utilizada em Vera (2014).

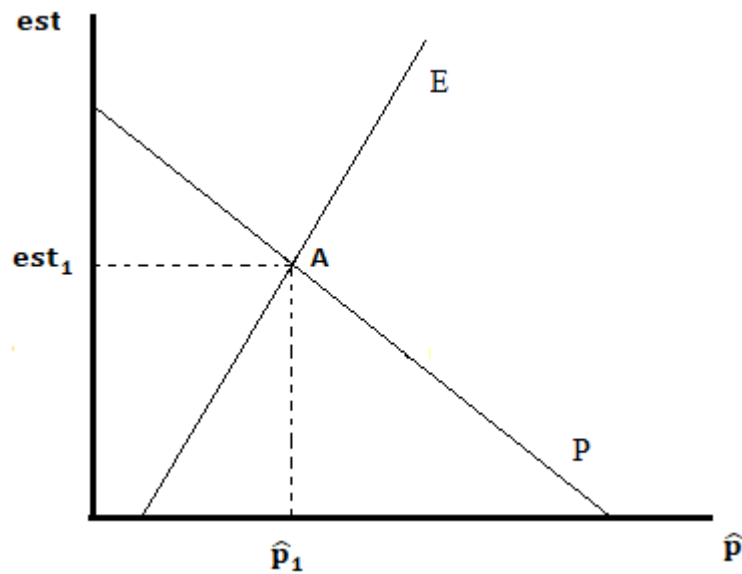


Figura 3 – Processo controlador da inflação e a esterilização como instrumento

O exercício a seguir mostra os efeitos de uma política de redução na meta de inflação de  $\hat{p}_1^T$  para  $\hat{p}_2^T$  [FIGURA 4 (a)]<sup>8</sup>. Diante deste novo “parâmetro” de política monetária a ser perseguido pelo BC, aperta-se o controle de liquidez incidente no mercado monetário doméstico. No modelo, isso implica em elevação da esterilização de  $est_1$  para  $est_2$ . Esse movimento é previsto com base na equação das esterilizações de equilíbrio:

$$est^* = \beta \left[ \frac{\phi_1(\omega - \omega_F)}{(1 + \phi_2\beta)} - \frac{\hat{p}^T}{(1 + \phi_2\beta)} \right] \quad (3.22)$$

A derivada dessa equação em relação à meta de inflação indica a direção do movimento apontado acima:

$$\frac{\partial est^*}{\partial \hat{p}^T} = -\frac{\beta}{(1 + \phi_2\beta)} < 0 \quad (3.23)$$

O choque da redução da meta inflacionária, com base na equação 3.23, provoca o deslocamento da curva positivamente inclinada para a esquerda, de  $E$  para  $E'$ , efetivamente reduzindo a taxa de inflação de  $\hat{p}_1$  para  $\hat{p}_2$  e desloca, na esteira desse processo, o ponto de equilíbrio de  $A$  para  $B$  [FIGURA 4 (b)].

<sup>8</sup> Com base no regime macroeconômico brasileiro no período de interesse, um cenário que teste essa hipótese teórica faz sentido, uma vez que, de 1999, ano em que se inicia o TM, até 2005, o centro da meta de inflação se reduziu sistematicamente. Ver Arestis, De Paula e Ferrari-Filho (2009).



Observa-se, então, que a definição de uma meta de inflação menor por parte da autoridade monetária é perseguida por meio da elevação das operações de esterilizações. O resultado é a redução da taxa de inflação corrente. Em termos da taxa de juros, o efeito é ambíguo (depende da magnitude dos coeficientes), isso porque tanto a meta da taxa de inflação, quanto a taxa de inflação corrente, diminuem, o que não resulta, em termos teóricos, em uma direção exata da taxa de juros. Esse movimento está ilustrado na Figura 4 (c). Por conseguinte, a ambiguidade se estende para a economia real, não definindo também o movimento da taxa de desemprego (já que esta é função da taxa de juros).

Os dois cenários traçados até aqui, embora preliminares, trazem resultados interessantes. Eles têm por objetivo mostrar a dinâmica de curto e médio prazo de um modelo de economia fechada que opere sob o RMI e que, em partes, busca controlar a liquidez interna por meio de operações de esterilizações. No primeiro exercício (FIGURA 2), num contexto do processo gerador de inflação, um choque de elevação da esterilização gera, na ponta final do encadeamento, redução do desemprego. No segundo cenário (FIGURA 4), sob a hipótese de alta do ciclo de liquidez, a implementação de uma política conservadora por parte de um BC mais avesso a inflação (representado pela redução da meta inflacionária) tem como consequência o aumento das políticas de esterilização. A resultante foi ambígua para a taxa de juros de política monetária e para a taxa de desemprego.

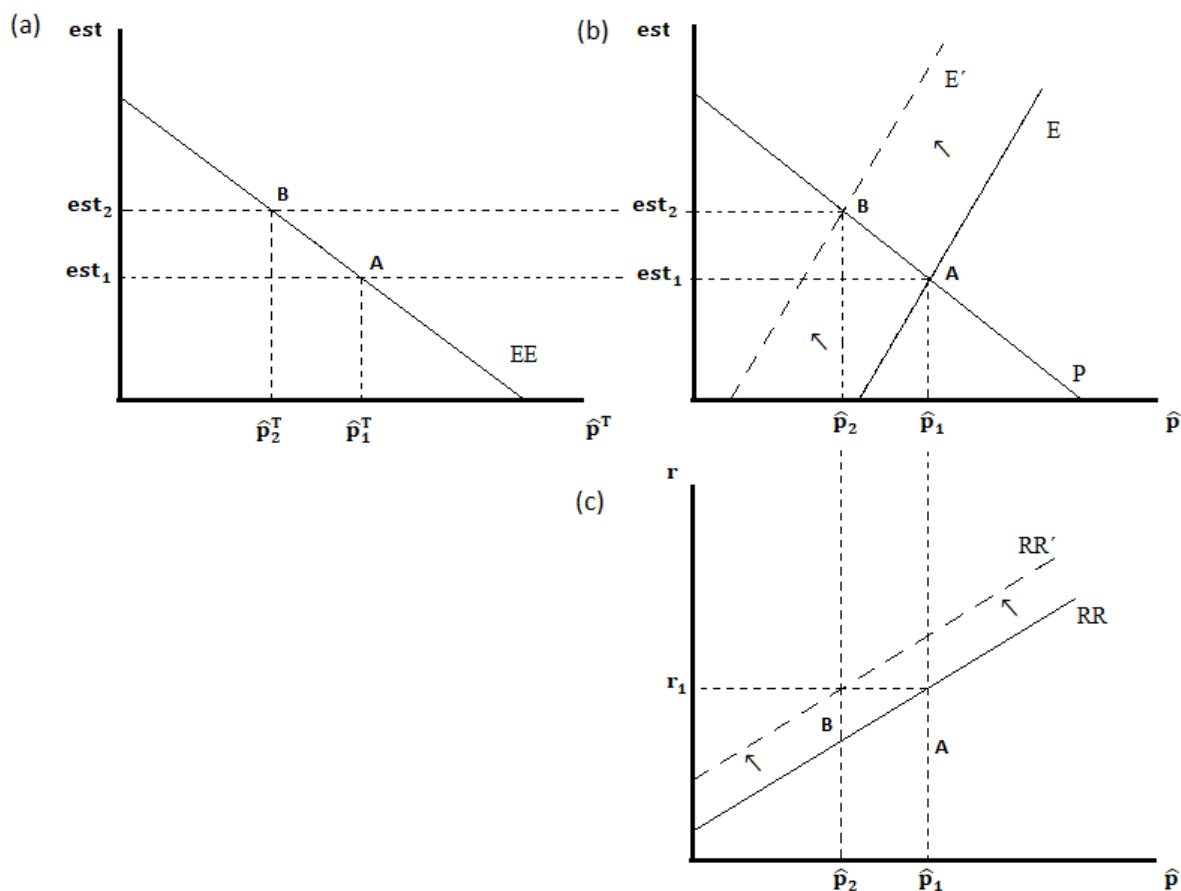


Figura 4 – O processo controlador da inflação e o impacto da redução da meta de inflação

A subseção seguinte expande esses exercícios no contexto de uma economia aberta. Fazer essa análise é imperativo por duas razões: em primeiro lugar, a operação do RMI, em uma economia aberta, é mais complicada do que em uma economia fechada, sobretudo na periferia, cuja relação entre o setor externo e sua política econômica é objeto central desta tese; e, em segundo lugar, gerar instrumentos teóricos que auxiliem na compreensão das implicações das transformações no quadro econômico internacional sobre a política econômica brasileira.

### 3.2.4 Processo gerador de inflação em uma economia aberta

No contexto de uma economia aberta, é preciso definir o setor externo. Para tanto, vamos incluir no modelo a seguinte equação:

$$BP = \sigma_1 q + \sigma_2 p^c - \sigma_3 r^i; \quad \sigma_i > 0 \quad (3.24)$$

Sendo  $q$  o nível da taxa real de câmbio,  $p^c$  o nível de preços das *commodities* e  $r^i$  é taxa de juros internacionais. No caso,  $q$  e  $p^c$  orientam as exportações líquidas e  $r^i$  orienta o influxo de capital (liquidez internacional). Uma elevação da taxa de câmbio real e do nível de preços das *commodities*, *ceteris paribus*, elevam as exportações líquidas e, por conseguinte, elevam o saldo do BP; assim como a redução das taxas de juros internacionais também elevam o saldo do BP. Formalmente,

$$\frac{dBP}{dq} = \sigma_1 > 0 ; \frac{dBP}{dp^c} = \sigma_2 > 0 ; \frac{dBP}{dr^i} = \sigma_3 < 0. \quad (3.25)$$

A taxa de câmbio real ( $q$ ) é dada por,

$$q = e \frac{p^f}{p} \quad (3.26)$$

Em que  $p^f$  é o nível de preços internacionais;  $p$  o nível de preços doméstico; “ $e$ ” é a taxa de câmbio nominal. Todas as variáveis são exógenas.

Por fim, admite-se ainda que a taxa de desemprego seja também uma função da taxa real de câmbio (equação 3.27). Considera-se que uma redução da taxa de câmbio real, ou seja, uma apreciação cambial estimula as importações e desestimula as exportações. Há, assim, um impacto negativo na produção doméstica, com consequentes efeitos sobre  $U$ .

$$U = \gamma_1 + \gamma_2 r - \gamma_3 q \quad \gamma_i > 0 \quad (3.27)$$

$$\text{Sendo, } \frac{dU}{dr} = \gamma_2 > 0 ; \frac{dU}{dq} = -\gamma_3 < 0. \quad (3.28)$$

Iniciamos definindo o processo gerador de inflação de equilíbrio a partir da relação entre taxa de crescimento do salário nominal e a taxa de inflação:

$$\hat{w} = \mu(\omega_w - \omega) \quad (3.29)$$

$$\hat{p} = \phi_1(\omega - \omega_F) - \phi_2 est \quad (3.30)$$

O equilíbrio no plano  $\hat{p} - \omega$  já foi definido anteriormente, ou seja,

$$\omega^* = \frac{\mu\omega_w}{(\phi_1+\mu)} + \frac{\phi_1\omega_F}{(\phi_1+\mu)} + \frac{\phi_2 est}{(\phi_1+\mu)} \quad (3.31)$$

$$\hat{p}^* = \mu \left[ \frac{\phi_1(\omega_w - \omega_F)}{(\phi_1+\mu)} - \frac{\phi_2 est}{(\phi_1+\mu)} \right] \quad (3.32)$$

A primeira diferença é que vamos admitir que a autoridade monetária use desse instrumento para alcançar uma meta de câmbio real ( $q^T$ ). Isso ocorre por meio da compra e venda de divisas – que é a forma que supomos que o BC intervém no mercado de câmbio. O BC tem capacidade parcial de alcançar essa meta, definida como aquela que equilibra o saldo do balanço de pagamentos no longo prazo ( $BP = 0$ )<sup>9</sup>.

Portanto,

$$\sigma_1 q + \sigma_2 p^c - \sigma_3 r^i = 0 \Rightarrow q^T = -\frac{1}{\sigma_1} (\sigma_2 p^c - \sigma_3 r^i) \quad (3.33)$$

Ou seja, a meta para a taxa de câmbio real também sofre a influência dos preços das *commodities* e da taxa de juros internacionais – esta última como *proxy* da liquidez internacional<sup>10</sup>. Espera-se que, diante da elevação dos preços das *commodities* e/ou da redução das taxas de juros internacionais, ocorra uma redução da meta da taxa de câmbio real. Ou seja, o BC é “obrigado” a aceitar uma apreciação cambial.

Em segundo lugar, no contexto de uma economia aberta, a esterilização torna-se uma variável endógena, pois depende também do comportamento da liquidez internacional. Nesse caso, admite-se que ela depende da meta para a taxa real de câmbio, ou seja,

$$est = \psi_1 - \psi_2 q^T \quad (3.34)$$

Dessa forma,

<sup>9</sup> Esta hipótese está em Vera (2014).

<sup>10</sup> Para os casos em que o BP não está em equilíbrio, condição necessária para a meta da taxa de câmbio real, ver Apêndice C.

$$est = \psi_1 - \psi_2 \left[ -\frac{1}{\sigma_1} (\sigma_2 p^c - \sigma_3 r^i) \right] \quad (3.35)$$

Em equilíbrio, substitui-se a equação 3.34 em 3.32. Temos que:

$$\hat{p}^* = \mu \left[ \frac{\phi_1(\omega_w - \omega_F) - \phi_2(\psi_1 - \psi_2 q^T)}{(\phi_1 + \mu)} \right]$$

O que implica em:

$$\hat{p}^* = \mu \left[ \frac{\phi_1(\omega_w - \omega_F)}{(\phi_1 + \mu)} - \frac{\phi_2 \psi_1}{(\phi_1 + \mu)} + \frac{\phi_2 \psi_2 q^T}{(\phi_1 + \mu)} \right] \quad (3.36)$$

Considerando esses resultados, vamos agora fazer um exercício de estática comparativa. Vamos supor que o BC altere sua meta de câmbio real. Observe que, no regime de metas, o BC se compromete publicamente com a meta de inflação e não com o câmbio real. Logo, ele tem maior liberdade de alterar essa “variável”<sup>11</sup>. Não obstante, aqui, estamos considerando que o BC está diante de um choque externo positivo (derivado da elevação do preço das *commodities* e/ou da queda na taxa de juros internacional). Em outras palavras, o cenário é de alta da liquidez internacional. Por fim, vamos supor que a meta estabelecida para a taxa real de câmbio é superior àquela taxa de equilíbrio que prevaleceria, caso o BC não intervisse.

Sendo assim, para conter parte desse processo de apreciação, o BC precisa acumular divisas a fim de assegurar a meta de câmbio real desejada ( $q_2^T$ ). Ou seja, ocorre uma elevação das operações de esterilização praticadas pela autoridade monetária, de  $est_1$  para  $est_2$  [FIGURA 5 (a)]<sup>12</sup>. A composição desse cenário inicial reduz a taxa de inflação de  $\hat{p}_1$  para  $\hat{p}_2$  e eleva a participação do salário na renda, de  $\omega_1$  para  $\omega_2$  [FIGURA 5 (c) e (d)]. Com base na equação 3.36, pode-se obter a derivada que indica esse movimento:

$$\frac{\partial \hat{p}^*}{\partial q^T} = \frac{\mu \phi_2 \psi_2}{(\phi_1 + \mu)} > 0$$

<sup>11</sup> No capítulo anterior viu-se que, no período entre início dos anos 2000 e 2012, a taxa de câmbio esteve em tendência de apreciação; cf. Capítulo 2, GRÁFICO 21.

<sup>12</sup> Está implícito que, nos exercícios que tratam de economia aberta, o controle de liquidez é feito através de *open market*, isto é, utilizam-se títulos emitidos pelo governo componentes da carteira de ativos do BC para intervir na liquidez do mercado.

No curto e médio prazo, esse processo culmina na redução da taxa de juros, de  $r_1$  para  $r_2$ . Como há uma redução da taxa de câmbio real e da taxa de juros, teoricamente o efeito que incide sobre a taxa de desemprego ( $U$ ) é ambíguo<sup>13</sup>.

Em suma, diante de um choque positivo do setor externo, no curto e médio prazo a economia periférica vive um cenário de apreciação cambial, redução da taxa de inflação e queda da taxa de juros.

Pode-se dizer que, a partir das transformações do quadro internacional da década de 2000, os efeitos observados neste modelo teórico, em alguma medida, foram também observados na economia brasileira. Esse elo entre o que se observa no modelo teórico e o que se observou empiricamente será explorado posteriormente.

---

<sup>13</sup> O efeito é ambíguo enquanto a taxa de juros doméstica é elevada, ou seja, enquanto a demanda agregada é sensível a variações na taxa de juros. Todavia, a partir de certo nível, a demanda agregada torna-se inelástica em relação a taxa de juros, de tal forma que novas reduções têm pouco efeito sobre o emprego. Portanto, é de se esperar que o efeito da apreciação cambial prevaleça, ou seja, o desemprego tende a aumentar.

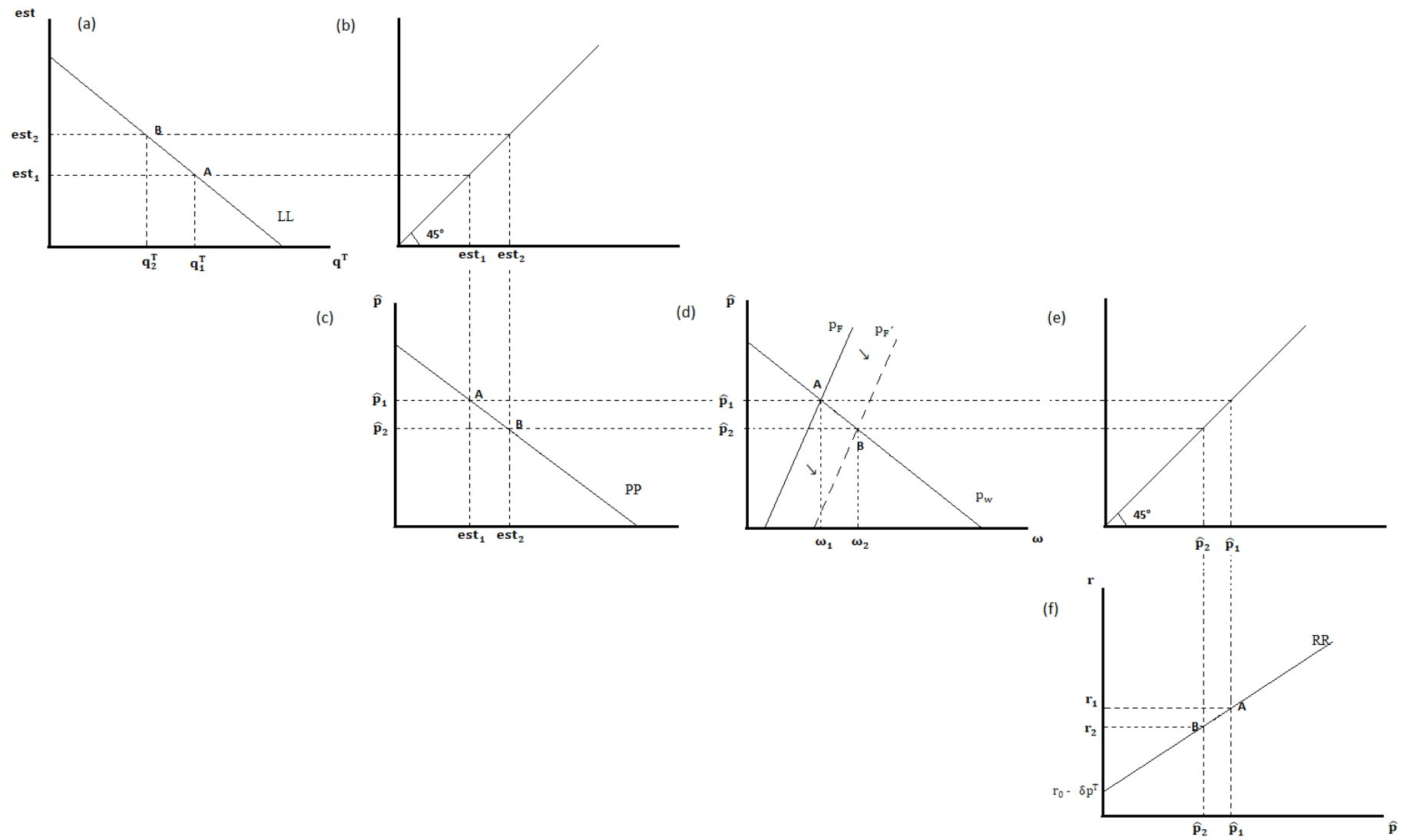


Figura 5 – Processo gerador de inflação em uma economia periférica aberta

### 3.2.5 Esterilização como instrumento para conter inflação em uma economia aberta

Consideramos, agora, que a política de esterilização reage não apenas a meta de câmbio, mas também à meta de inflação subjacente ao RMI (equação 3.38). Em outras palavras, essa política reage a fatores externos e domésticos.

Logo, o equilíbrio do controle inflacionário se dá a partir das seguintes equações:

$$\hat{p} = \phi_1(\omega - \omega_F) - \phi_2 est \quad (3.37)$$

$$est = \beta(\hat{p} - \hat{p}^T) - \psi q^T \quad (3.38)$$

Substituindo 3.38 em 3.37,

$$\begin{aligned} \hat{p} &= \phi_1(\omega - \omega_F) - \phi_2[\beta(\hat{p} - \hat{p}^T) - \psi q^T] \Rightarrow \hat{p} = \phi_1(\omega - \omega_F) - \phi_2\beta\hat{p} + \phi_2\beta\hat{p}^T + \\ &\phi_2\psi q^T \Rightarrow \hat{p} + \phi_2\beta\hat{p} = \phi_1(\omega - \omega_F) + \phi_2\beta\hat{p}^T + \phi_2\psi q^T \Rightarrow (1 + \phi_2\beta)\hat{p} = \phi_1(\omega - \omega_F) + \\ &\phi_2(\beta\hat{p}^T + \psi q^T) \end{aligned}$$

Que implica na taxa de inflação de equilíbrio:

$$\hat{p}^* = \frac{1}{(1 + \phi_2\beta)} [\phi_1(\omega - \omega_F) + \phi_2(\beta\hat{p}^T + \psi q^T)] \quad (3.39)$$

A partir da taxa de inflação de equilíbrio e da equação 3.38, pode-se obter a esterilização de equilíbrio através da seguinte manipulação algébrica:

$$est^* = \beta \left\{ \frac{1}{(1 + \phi_2\beta)} [\phi_1(\omega - \omega_F) + \phi_2(\beta\hat{p}^T + \psi q^T)] - \hat{p}^T \right\} - \psi q^T$$

Resolvendo o argumento entre chaves, tem-se:

$$\begin{aligned} est^* &= \beta \left\{ \frac{\phi_1(\omega - \omega_F) + \phi_2\beta\hat{p}^T + \phi_2\psi q^T - \hat{p}^T(1 + \phi_2\beta)}{(1 + \phi_2\beta)} \right\} - \psi q^T = \beta \left\{ \frac{\phi_1(\omega - \omega_F) + \phi_2\psi q^T - \hat{p}^T}{(1 + \phi_2\beta)} \right\} - \psi q^T = \\ &\beta \left[ \frac{\phi_1(\omega - \omega_F) - \hat{p}^T}{(1 + \phi_2\beta)} \right] + \frac{\phi_2\beta\psi q^T}{(1 + \phi_2\beta)} - \psi q^T \end{aligned}$$



A partir de manipulações algébricas, obtém-se:

$$est^* = \beta \left[ \frac{\phi_1(\omega - \omega_F) - \hat{p}^T}{(1 + \phi_2\beta)} \right] + \frac{\phi_2\beta\psi q^T - (1 + \phi_2\beta)\psi q^T}{(1 + \phi_2\beta)} = \beta \left[ \frac{\phi_1(\omega - \omega_F) - \hat{p}^T}{(1 + \phi_2\beta)} \right] - \frac{\psi q^T}{(1 + \phi_2\beta)}$$

O que implica na esterilização de equilíbrio ( $est^*$ ):

$$est^* = \frac{1}{(1 + \phi_2\beta)} \{ \beta[\phi_1(\omega - \omega_F) - \hat{p}^T] - \psi q^T \} \quad (3.40)$$

O impacto da meta da taxa de câmbio real nas esterilizações de equilíbrio é, formalmente, codificado pela derivada abaixo:

$$\frac{\partial est^*}{\partial q^T} = -\frac{\psi}{(1 + \phi_2\beta)} < 0 \quad (3.41)$$

A meta da taxa de câmbio real está, por sua vez, em função de choques externos. Neste modelo, esses choques se manifestam através do preço internacional das *commodities* ( $p^c$ ) e da taxa de juros internacional ( $r^i$ ), ou seja:

$$q^T = -\frac{1}{\sigma_1} (\sigma_2 p^c - \sigma_3 r^i) \quad (3.42)$$

Substituindo a equação 3.42 em 3.40, temos:

$$est^* = \frac{1}{(1 + \phi_2\beta)} \left\{ \beta[\phi_1(\omega - \omega_F) - \hat{p}^T] - \psi \left[ -\frac{1}{\sigma_1} (\sigma_2 p^c - \sigma_3 r^i) \right] \right\}$$

O que implica em:

$$est^* = \frac{1}{(1 + \phi_2\beta)} \left\{ \beta[\phi_1(\omega - \omega_F) - \hat{p}^T] + \frac{\psi}{\sigma_1} (\sigma_2 p^c - \sigma_3 r^i) \right\} \quad (3.43)$$

Sendo assim, os impactos provenientes de choques externos sobre o instrumento de política monetária de esterilização estabelecem-se através da variação das esterilizações de equilíbrio

a partir das variações dos preços das *commodities* e taxa de juros internacionais, respectivamente:

$$\frac{\partial est^*}{\partial p^c} = \frac{\partial est^*}{\partial q^T} \frac{\partial q^T}{\partial p^c} = -\frac{\psi}{(1+\phi_2\beta)} \left( -\frac{\sigma_2}{\sigma_1} \right) = \frac{\psi\sigma_2}{\sigma_1(1+\phi_2\beta)} > 0 \quad (3.44)$$

$$\frac{\partial est^*}{\partial r^i} = \frac{\partial est^*}{\partial q^T} \frac{\partial q^T}{\partial r^i} = -\frac{\psi}{(1+\phi_2\beta)} \left( \frac{\sigma_3}{\sigma_1} \right) = -\frac{\psi\sigma_3}{\sigma_1(1+\phi_2\beta)} < 0 \quad (3.45)$$

A equação 3.44 mostra que o movimento do preço das *commodities* está positivamente relacionado às esterilizações. A elevação desses preços eleva o influxo de dólares, o que reduz a meta da taxa de câmbio real e, para esta se confirmar, o BC exerce seu poder intervindo e esterilizando a compra de moeda externa. Movimento similar pode ser aferido a partir da equação 3.45, que mostra relação inversa entre taxa de juros internacionais e esterilizações. Uma redução dessa taxa reduz os retornos internacionais *vis-à-vis* os retornos nacionais, o que sugere influxo de capital; daí, a redução da meta de taxa de câmbio real e elevação das esterilizações necessárias.

Assim, é possível mostrar, por exemplo, que uma elevação do preço das *commodities* (com base na equação 3.44) gera apreciação cambial, elevação das esterilizações, queda da taxa da inflação e redução da taxa de juros, embora haja resultado ambíguo sobre a taxa de desemprego, uma vez que há tanto redução da taxa de juros, quanto da taxa de câmbio real (FIGURA 6).

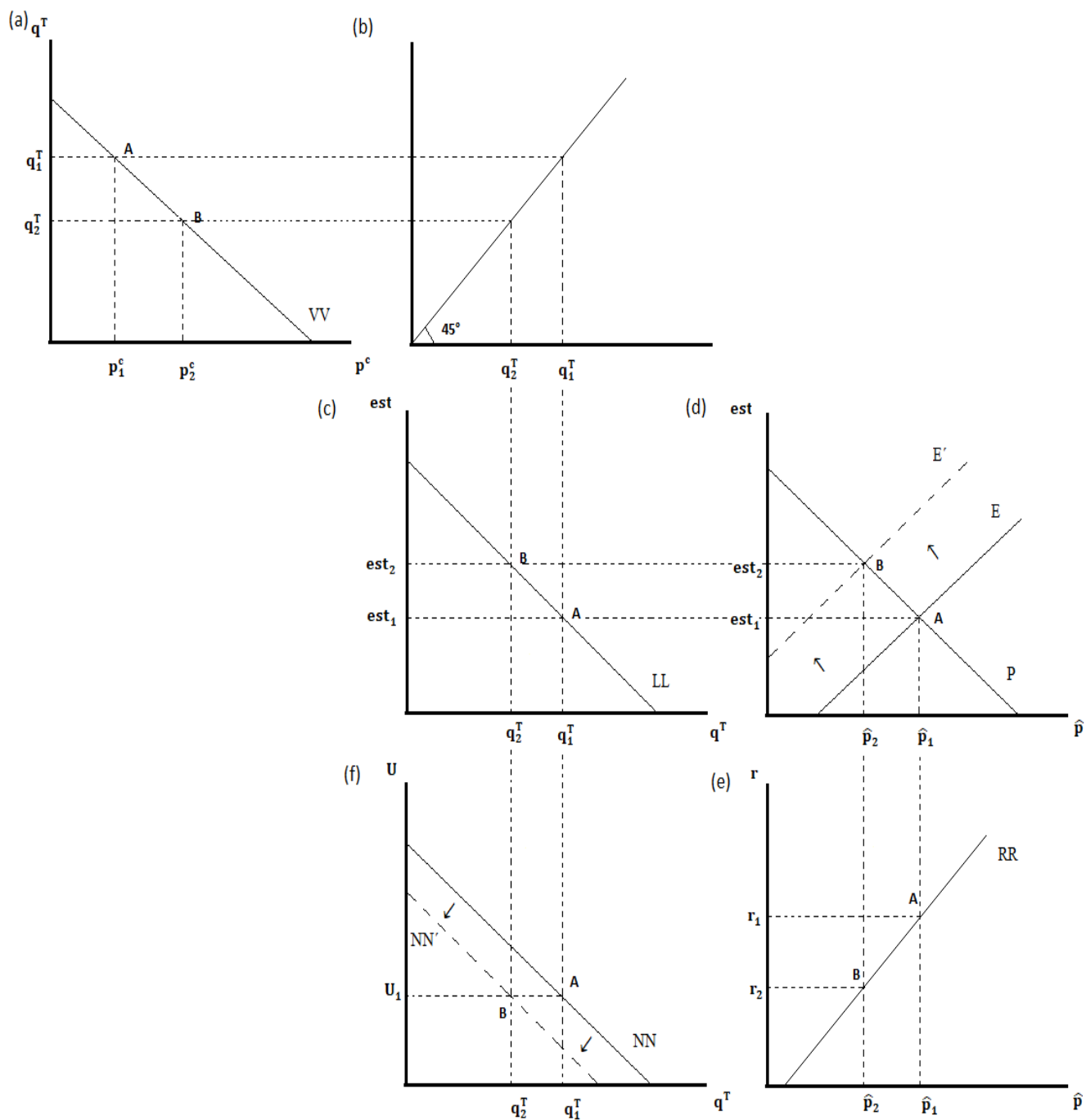


Figura 6 – Processo controlador da inflação e o impacto da elevação do preço de *commodities*

### 3.2.6 Controle da liquidez doméstica e endividamento público

Por fim, é preciso analisar as implicações dos movimentos da esterilização para com o endividamento público. Considerando que a variação do endividamento público ( $\widehat{D}_G$ ) é uma

função simplificada dos condicionantes estruturais de endividamento público ( $d$ )<sup>14</sup> e da política de esterilização ( $est$ ) – que é feita com títulos públicos na carteira do BC –, temos que:

$$\widehat{D}_G^* = \lambda_1 d + \lambda_2 est^* \quad (3.46)$$

Sendo  $\widehat{D}^*$  a variação do endividamento de equilíbrio, enquanto  $\lambda_1$  e  $\lambda_2$  são os parâmetros estabelecidos. Portanto,  $\frac{d\widehat{D}^*}{dest^*} > 0$  indica que a elevação da esterilização, *ceteris paribus*, eleva o endividamento.

Logo, considerando os exercícios anteriores, é possível mostrar que um choque externo positivo inicial eleva, em última instância, o grau de endividamento de uma economia periférica (FIGURA 7):

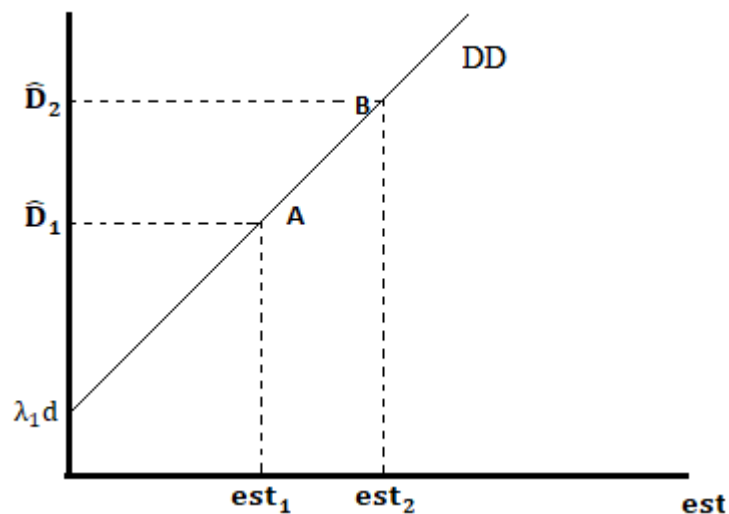


Figura 7 – Impacto da elevação da esterilização no endividamento público

A Figura 7 traz uma implicação importante às economias periféricas que operem RMI após estarem sujeitas a um choque externo. Nesse contexto, o controle de liquidez do mercado doméstico irá exigir um elevado padrão de “enxugamento” monetário para que sejam mantidos os parâmetros de política monetária configurados pelo regime macroeconômico

<sup>14</sup> A utilização da variável “d” é inspirada em Drumond e De Jesus (2016), que, em sua equação de déficit público, adota um termo que capte os determinantes estruturais do déficit público. No contexto do presente trabalho, adotamos os “condicionantes estruturais do endividamento público” que, assim como no trabalho supracitado, não está sujeito a choques de curto prazo.

local. Esse fenômeno não se sobressai durante o processo de choque externo, uma vez que induz o crescimento econômico. Em outras palavras, os indicadores de endividamento dos governos locais se mantêm relativamente saudáveis. Contudo, após o fim do ciclo desse quadro externo favorável à redução do crescimento econômico, pioram-se os indicadores de endividamento, o que expõe o impacto externo sobre a periferia que adota RMI como regime de política econômica.

Evidentemente, algumas das limitações do modelo teórico só são superadas pela evidência empírica. Então, sequencialmente, vamos fazer uma aplicação do modelo à luz da experiência brasileira, a fim de identificar qual foi o efeito do choque externo positivo sobre o trabalho e o emprego no Brasil.

### 3.3 Considerações finais

Este capítulo teve como objetivo apresentar um modelo de economia periférica e como esta se comporta diante de um choque externo positivo, ou seja, como a fase de alta de um forte ciclo de liquidez reflete na política econômica dessa economia. Essa tentativa está intimamente ligada às observações empíricas apresentadas no capítulo anterior, isto é, à elevação da liquidez internacional, ao “efeito China” e ao acúmulo de reservas na periferia do capitalismo. Com a elaboração do modelo proposto, é possível obter alguns *insights* para se entender o que ocorreu com o setor externo da economia brasileira, a partir de meados da década de 2000, e como esse momento está presente, de alguma forma, na crise econômica de 2015-2016.

Observe que, considerando o caso brasileiro, existe certa robustez empírica para o resultado de um choque externo positivo que aumenta a participação do salário na renda, conforme propõem o modelo teórico. De fato, o que houve no Brasil após meados da década de 2000, mais precisamente a partir de 2005, foi uma elevação da participação do salário na renda:

[...] podemos ver também o papel crucial da melhora nas condições financeiras e de comércio internacional para a recuperação dos salários reais e da parcela salarial na renda, que parecem ser bastante influenciadas pela apreciação da taxa real de câmbio (o aumento dos salários reais em termos de bens *tradables*) e pelas taxas reais de juros mais baixas (que parecem afetar as margens de lucro ao estabelecer os custos financeiros e de oportunidade do capital para as firmas) (SERRANO; SUMMA, 2011, p. 15).

Há dois elementos centrais na visão exposta acima, que, de certa forma, asseguraram a elevação da participação do salário na renda: a apreciação cambial e a diminuição das taxas reais de juros (o modelo teórico desenvolvido aqui corrobora ambos elementos centrais).

O cenário internacional propiciou a elevação do estoque brasileiro de reservas internacionais e a apreciação cambial, dado o volume de moeda-reserva do sistema que adentrou as fronteiras nacionais<sup>15</sup>.

Observe aqui a importância da política de esterilizações como instrumento de política econômica. Em um contexto de aumento da parcela salarial dos trabalhadores, há uma pressão altista sobre os preços e a taxa de juros. O BC pode lançar mão dessas políticas de controle da liquidez sem alterar a taxa de juros, por exemplo, dados os efeitos que essa variável tem sobre o lado fiscal da economia e sobre a atração de capitais, que, nesse último caso, reforçaria o ciclo anterior.

Com efeito, estabelece-se uma estreita relação entre o aumento da participação do salário na renda às condições externas e também internas à economia brasileira a partir da segunda metade da década de 2000, na esteira do crescimento econômico e a consequente ampliação do emprego no Brasil (HALLAK NETO; SABÓIA, 2014)<sup>16 17</sup>.

Em segundo lugar, o que se observou, empiricamente, foi inicialmente a tendência de redução da taxa de desemprego (período entre 2004 e 2014). Em termos do modelo, esse resultado é possível se consideramos um efeito maior da queda da taxa de juros sobre o desemprego do que o efeito advindo da apreciação cambial.

---

<sup>15</sup> Luporini e De Souza (2016, p. 917) comentam sobre a fase de apreciação cambial de finais de 2003 até 2011, excluída interrupção referente à crise internacional: “As causas da tendência à apreciação são bastante conhecidas: combinação de uma conjuntura de abundância de capitais externos com o forte ciclo de demanda por commodities e alta dos seus preços, no rastro da expansão da economia chinesa, resultando num mercado cambial *spot* abastecido por grande oferta de moeda estrangeira e um mercado futuro influenciado por expectativas de permanência da bonança cambial”.

<sup>16</sup> O que se observa é uma queda da participação do salário na renda de 1995 até 2004 e, a partir daí, sua elevação até o final da série disponível, em 2009.

<sup>17</sup> Além do efeito sobre a participação do salário na renda que a conjuntura expansionista permitiu, como apontado aqui, pode-se perceber também a possibilidade do efeito distributivo a partir dos aumentos reais dos salários mínimos e das políticas sociais, que parecem fazer parte de um círculo virtuoso sobre a taxa de salário, influenciando, assim, na participação do salário na renda; cf. De Medeiros (2015) e Sabóia e Hallak Neto (2018).

Vale ressaltar que a apreciação cambial observada no período foi determinada mais pelo movimento internacional do que por decisão do BC. Frente a uma apreciação cambial, aumenta-se a pressão sobre os produtores domésticos, dado a entrada de concorrentes internacionais. Então, é de se esperar um efeito negativo sobre o mercado de trabalho doméstico, gerando desemprego. Não obstante, é possível dizer que, num primeiro momento, esse efeito negativo da apreciação cambial sobre o desemprego foi suavizado por conta de que a dinâmica do mercado internacional foi marcada pelo aumento da demanda chinesa por *commodities* – fundamentais na pauta exportadora brasileira –, o que incentivou a produção desse setor e, por conseguinte, o mercado de trabalho. Ademais, o período foi marcado pelo aumento da liquidez internacional e pela redução da taxa de juros internacional, propiciando entrada de capital. A conjunção desses fatores, portanto, teve seu papel no crescimento econômico brasileiro no período e na geração de empregos (CARVALHO, 2018).

Por fim, a transformação do quadro internacional propiciou o acúmulo de divisas internacionais à economia brasileira em proporções nunca antes atingidas. Esse fenômeno mudou o caráter da crise de 2015-2016 quando comparado com a crise externa da década de 1980 e com as instabilidades da década de 1990. A crise econômica de 2015-2016, cujos detalhes serão apresentados no capítulo seguinte, não se manifestou pelo setor externo, como nos casos anteriores (o que não implica ausência de pressão cambial). O fato relevante é que o setor externo não protagonizou a crise, resultado da segurança contra as vulnerabilidades externas conseguidas através da combinação entre choque externo positivo de grandes proporções e política de acúmulo de reservas.

No entanto, a hipótese central deste trabalho sugere que o instrumento de política monetária (operações compromissadas) utilizado no período de acúmulo de reservas (2006-2012) deteriorou a composição do endividamento do governo. Contudo, a discussão fiscal que se intensificou a partir da crise econômica brasileira não leva em conta a “contra-face” da inserção periférica assimétrica.

Com taxas de crescimento econômico negativo, exacerba-se o problema do endividamento. No entanto, o debate permanece centrado na discussão entre gastos e receitas correntes e o “excesso” de tamanho do Estado brasileiro para os dados da estrutura de endividamento – sua composição e maturação.

Os resultados do modelo teórico desenvolvido neste capítulo contribuem com essa discussão. Foi possível mostrar que, na fase de alta do ciclo de liquidez, uma economia periférica aberta cujo regime macroeconômico opere sob RMI, sofre no curto e médio prazo. De modo geral enfrenta: (i) apreciação cambial e acúmulo de reservas; (ii) elevação das esterilizações; (iii) controle da pressão inflacionária; (iv) elevação da participação do salário na renda; (v) redução da taxa de juros.

Estes resultados estão, de maneira geral, em linha com o que prevê a argumentação teórica realizada no capítulo 1 da tese. Num período de alta do ciclo de liquidez internacional, a periferia experimenta um choque externo positivo, em que uma tendência de queda no curto e médio prazo da taxa de juros é possibilitada, entre outros fatores, pelo acúmulo de reservas, embora ainda faça parte desse reflexo alto custo para o setor público.

O capítulo seguinte tem por objetivo evidenciar dois pontos discutidos na parte final do presente capítulo. Primeiro, traz as evidências de crescimento das “operações compromissadas”, instrumento de controle de liquidez utilizado pelo BCB e sua relação com o período de maior acúmulo de reservas internacionais e apreciação cambial, bem como seu papel na estrutura da dívida bruta do setor público. Num segundo momento, pretende mostrar que, de fato, o Brasil viveu uma crise econômica severa em 2015-2016 e sustentar o argumento da piora dos indicadores de endividamento a partir da crise.



## **4 A RELAÇÃO ENTRE O ACÚMULO DE RESERVAS, O SALDO DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS E A DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL NO BRASIL (2006-2012)**

### **4.1 Introdução**

O objetivo deste capítulo é entender, a partir do modelo do capítulo anterior, as razões de uma crise fiscal sem crise externa. Especificamente, discutir-se-á: (i) a relação entre o acúmulo de reservas e as elevações das operações compromissadas e de sua participação na DBGG; (ii) o agravamento dos desequilíbrios fiscais a partir da crise econômica brasileira de 2015-2016.

Cabe mostrar, portanto, que, diante de um choque externo positivo as esterilizações, como parte da política de acúmulo de reservas, elevam-se o endividamento do setor público. Com o fim do ciclo, a tendência é de queda nas taxas de crescimento econômico e, no caso brasileiro, de crescimento negativo (2015 e 2016). Isso expõe os desequilíbrios fiscais e a piora dos indicadores de endividamento público. Por sua vez, isso limita o investimento público – justamente no momento que seria mais necessário a indução ao crescimento.

A questão fiscal é apontada como um dos elementos centrais da crise brasileira. Nosso interesse está na análise da estrutura do endividamento ou, ainda, em como a política de acúmulo de reservas exigiu a realização expressiva de esterilizações, resultando no aumento substancial de sua participação no endividamento do governo. Mais especificamente, como o controle da liquidez através das operações compromissadas do BCB, no contexto do choque externo positivo, eleva o endividamento público e assume participação substantiva do estoque da DBGG, sobretudo entre 2006-2012<sup>1</sup>. A tendência de queda do crescimento econômico desde 2011 e os crescimentos negativos de 2015 e 2016 deterioram os indicadores de endividamento público e agravam os problemas fiscais.

Neste capítulo, busca-se o fechamento da hipótese central deste trabalho, qual seja: as razões pelas quais a crise brasileira de 2015-2016 não se manifestou via BP e as implicações sobre o elevado endividamento público. A intuição é de que a condição externa favorável observada entre 2006 e 2012 induziu à política de acúmulo de reservas, que melhorou alguns indicadores

---

<sup>1</sup> Ver Salto e Ribeiro (2015).

do setor externo brasileiro. Daí a ausência, em nosso entender, do protagonismo do setor externo da economia brasileira na crise. No entanto, no decorrer desse processo, em função do acúmulo de reservas e do controle inflacionário, elevaram-se as esterilizações que, por sua vez no papel das operações compromissadas, representam participação significativa na estrutura de endividamento público.

Em outras palavras, busca-se mostrar que, de fato, a elevação da participação das operações compromissadas na DBGG, entre 2006 e 2012, reflete a manifestação da ausência de crise externa na crise econômica de 2015-2016. Esse é o entrelaçamento final que ilustra as implicações da inserção periférica assimétrica no SMFI a partir de um choque externo positivo: elevadas reservas internacionais e elevado endividamento.

A seção seguinte desenvolve a relação entre o choque externo positivo, a política monetária e o endividamento do governo, com o intuito de corroborar o argumento desenvolvido no capítulo 3. E a seção 4.3 traz uma análise da crise econômica brasileira de 2015-2016 e a deterioração fiscal a partir da crise.

#### **4.2 Choque externo positivo, política monetária e endividamento público**

Duas relações são centrais na proposta deste capítulo: (i) a relação entre o acúmulo de reservas internacionais e o saldo das operações compromissadas; (ii) a relação entre este último e a DBGG. Há relação estreita entre o acúmulo de reservas internacionais e o saldo das operações compromissadas, entre 2006 e 2012. Diante do choque externo positivo, ocorre uma apreciação cambial. Embora sob premissa de câmbio flutuante, o BC assume alguma administração sobre essa flutuação, tendo por base uma meta teórica de taxa de câmbio real. Essa administração se associa com a política de acúmulo de reservas de divisas, ou seja, acumulam-se reservas ao intervir no mercado de câmbio no intuito de controlar o grau de apreciação da moeda. Diante da preocupação com a meta inflacionária, logo, com a liquidez do mercado doméstico, o BCB realiza esterilizações em função do acúmulo de reservas<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Utiliza-se hoje, no mundo, instrumentos de política monetária que formam dois grandes grupos. O primeiro – do qual faz parte as operações compromissadas – consiste de operações realizadas pelos BC's no mercado monetário (mercado aberto). Elas são definidas como operações de compra e venda de títulos no mercado secundário, podendo ser essas operações definitivas ou não, utilizando títulos emitidos pelo Tesouro ou pelo BC (no Brasil, o BCB não é autorizado, desde 2002, pelo art. 34 da Lei Complementar n. 101, de 04 de maio de 2000 – Lei de Responsabilidade Fiscal – a emitir títulos próprios. Títulos emitidos pelo TN que compõem a carteira do BCB são utilizados para essas operações.). O segundo grupo está em função do poder regulatório

As reservas internacionais aumentam substancialmente no período. Dois elementos centrais explicam majoritariamente este movimento, quais sejam: as elevações dos preços das *commodities* e da liquidez internacional – mais especificamente, devido à fase de alta do segundo ciclo de liquidez. Esses fatores elevaram o acúmulo de reservas para o conjunto de economias periféricas. No caso brasileiro, em particular, o expressivo acúmulo de reservas foi financiado através de endividamento público (PELLEGRINI, 2018)<sup>3</sup>.

Ocorre que, após as compras de divisas pelo BCB, a autoridade monetária deve regular a liquidez resultante do despejo monetário no mercado interno através das esterilizações. Para tal, o BCB utiliza de seus instrumentos de política monetária e, juntamente com os depósitos compulsórios, adota as operações compromissadas. Segundo Pellegrini (2017, p. 18),

A coincidência temporal dos eventos é indicação dessa relação [...]. Do final de 2005 ao final de 2012, as reservas internacionais subiram de US\$ 53,8 bilhões para US\$ 373,1 bilhões, aumento de 594%. No mesmo período, o saldo das compromissadas, somadas ao compulsório, cresceu 472%.

O BCB recorre às operações compromissadas para regular a liquidez da economia como um todo; entre outras atribuições, essa regulação atende à política monetária<sup>4</sup>. Isso é feito em um contexto em que o objetivo central da política monetária brasileira consiste em perseguir uma meta inflacionária, ação fundamental que caracteriza o RMI. Com base na meta de taxa de inflação estabelecida, o BCB atua através de seus instrumentos para “controlar” o movimento da taxa de juros básica da economia – taxa de juros média cobrada nas transações com títulos públicos emitidos pelo TN e que são diariamente registradas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic; BCB, 2019), cuja meta, por sua vez, é determinada nas reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM).

Nesse sentido, o alvo central da política econômica é a meta de inflação e, para alcançá-la, o BCB deve interferir na liquidez observada na economia e administrá-la. Assim, se há um

---

atribuído aos BC's que se apresenta através dos depósitos compulsórios. Estes são depósitos além daqueles de caráter obrigatório que compõem as reservas bancárias e podem ser remunerados ou não (PELLEGRINI, 2017).

<sup>3</sup> Esse movimento de acúmulo de reservas internacionais conduziu a uma mudança na composição do balanço do BCB. Diante disso, o governo alterou a legislação do cálculo e a transferência do resultado do BCB ao TN através a Lei n. 11803, de 2008. Para uma visão crítica de viés mais ortodoxo a essa mudança legislativa, ver Mendes (2016a).

<sup>4</sup> A atuação do BCB no controle da liquidez prima por diversos objetivos, como, por exemplo, a garantia do funcionamento do sistema financeiro e de pagamentos. Todavia, a atribuição que nos interessa, especificamente, é o de executor da política monetária através do instrumento das operações compromissadas.

excesso de liquidez nos mercados, relativo aos parâmetros e objetivos no horizonte do BCB, a taxa de juros interbancária se encontra (excessivamente) abaixo da meta estabelecida pelo COPOM, o que demanda a intervenção do BCB. As operações compromissadas correspondem à principal ferramenta de política monetária do BCB. Diante do excesso de liquidez, a autoridade monetária enxuga o mercado doméstico, conduzindo o excesso de recursos à Conta Única do Tesouro, retirando-o de circulação num primeiro momento.

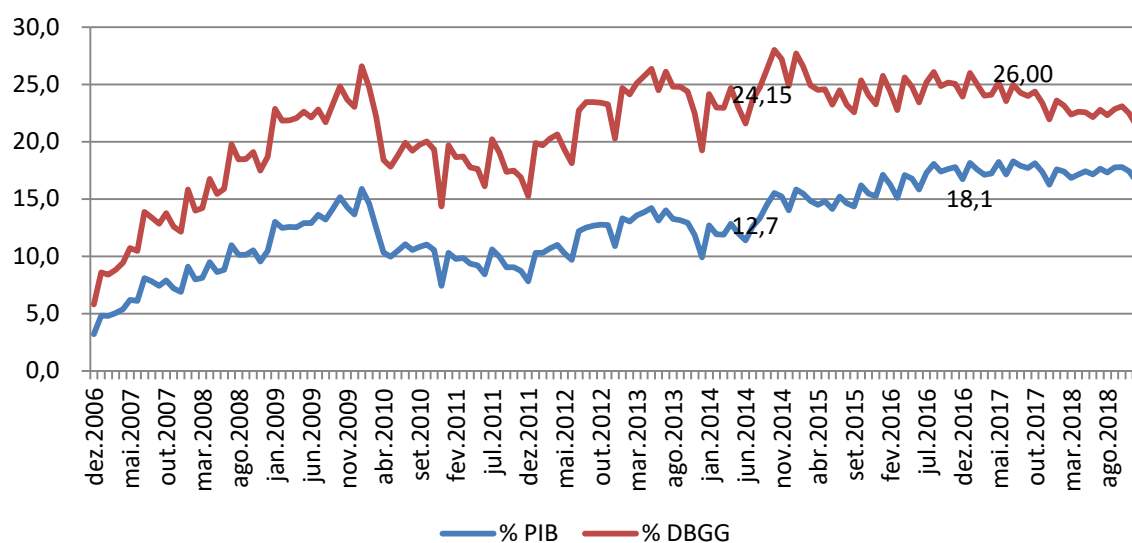
Essa política se caracteriza por ser uma política monetária restritiva e faz com que a taxa de juros interbancária se aproxime da meta estabelecida para a taxa de juros básica. Nessa operação, utilizam-se, como colateral, títulos públicos emitidos pelo TN e que pertencem à carteira de papéis do BCB. A recíproca é verdadeira. Em um cenário com escassez de liquidez, o BCB abre ordens de compra não definitiva de títulos públicos no mercado secundário – realiza operações de compra com o compromisso de revenda –, injetando recursos no sistema, reduzindo os juros para próximo à meta estabelecida.

A utilização das operações compromissadas no Brasil resulta, atualmente, em quatro características ou implicações: (i) percentual de participação relativamente elevado do PIB; (ii) percentual de participação relativamente elevado da dívida pública; (iii) vencimentos com prazos médios relativamente baixos; e (iv) endividamento sobre o qual incide a taxa Selic (uma vez que as operações compromissadas estão atreladas a essa taxa)<sup>5</sup>. Os pontos (i) e (ii) podem ser observados no Gráfico 30:

---

<sup>5</sup> Esses fatores justificam, inclusive, o estudo de uma alternativa para a política monetária, o que foge ao escopo desta tese.

Gráfico 30 – Participação das compromissadas em relação à DBGG e ao PIB (%), dez./2006-dez./2018



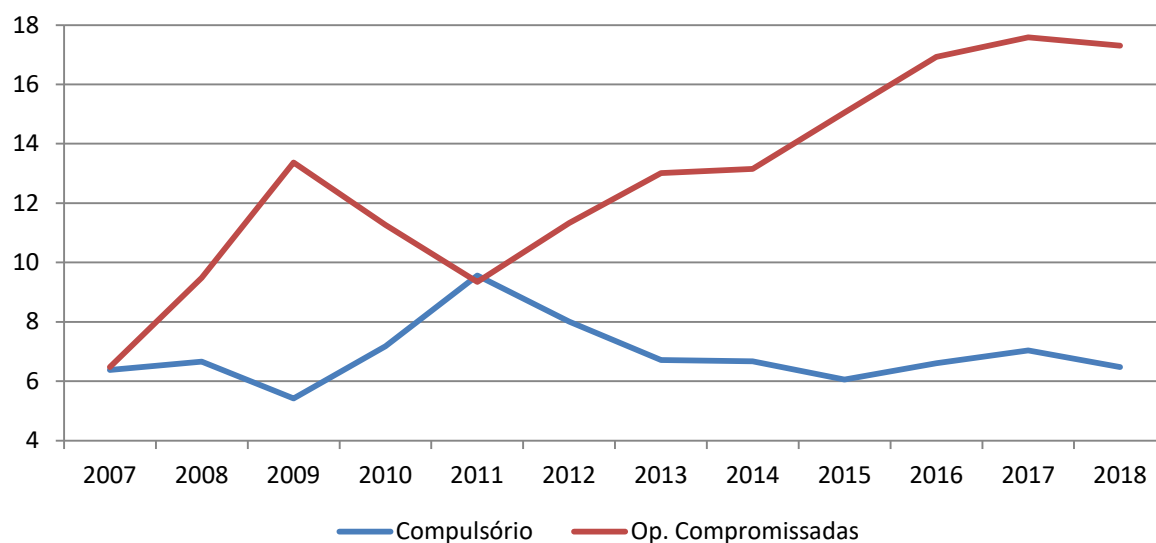
Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Nota-se que, a partir de 2011, embora a economia brasileira estivesse entrando em desaceleração, as operações compromissadas reassumem tendência de crescimento em relação à DBGG e ao PIB<sup>6</sup>.

As operações compromissadas e os depósitos compulsórios são os dois principais instrumentos de política monetária na intervenção sobre o grau de liquidez observado e/ou desejado pela autoridade monetária. Ocorre que, devido à rigidez do regime de metas de inflação brasileiro, esses dois instrumentos, que podem operar de forma substituta ou complementar, operaram na primeira modalidade majoritariamente (GRÁFICO 31).

<sup>6</sup> É importante pontuar que as operações compromissadas são, em última instância, um instrumento de política monetária e está em função do ajuste da liquidez do mercado doméstico. Sendo assim, sua utilização não se resume à prática de esterilizações, principalmente, entre 2006 e 2012. Pelo contrário, o problema envolvendo esse instrumento transcende essa questão e provoca discussão até sobre a relação entre o TN e o BCB. Para alguns detalhes dessa interessante problemática, ver Apêndice D.

Gráfico 31 – Depósitos compulsórios e operações compromissadas (Média anual; % PIB), 2007-2018



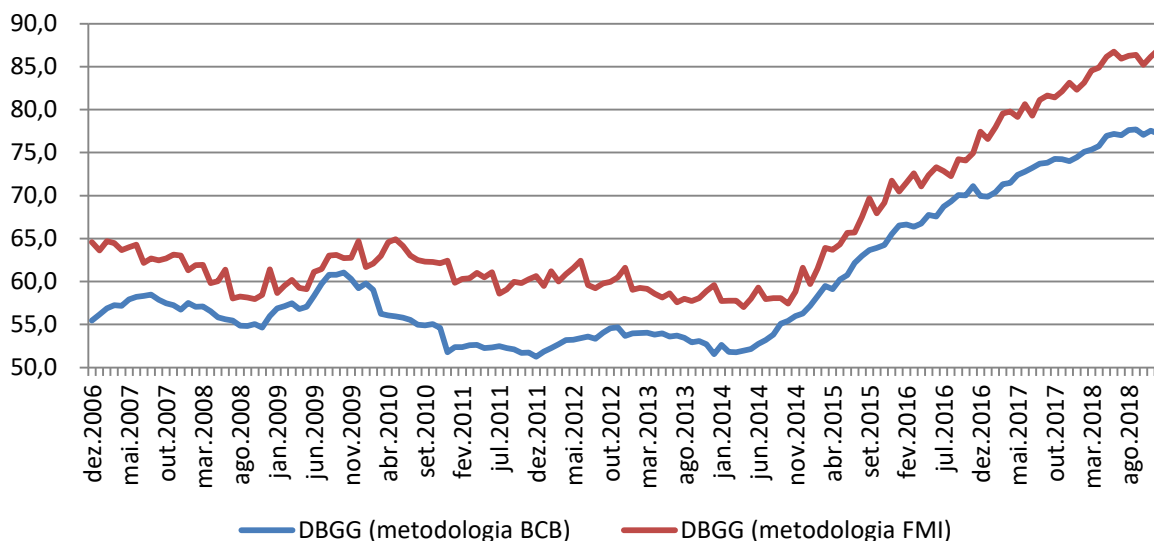
Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil e IpeaData.

Em diversas oportunidades, quando o comportamento do compulsório caracterizou uma política monetária expansionista, o BCB realizou uma operação compensatória através das compromissadas, exceto nos anos de 2010 e 2011. Daí em diante, a proeminência das operações compromissadas deixa evidente que ela se torna a principal ferramenta de política monetária do BCB. A partir de 2011, a economia brasileira começa seu processo de desaceleração. É a partir daí que se reduzem novamente as alíquotas do compulsório – já haviam sido reduzidas em 2008 e 2009 por conta da crise internacional e reajustadas no sentido contrário em 2010, fruto da recuperação (PELLEGRINI, 2017).

O desaquecimento da atividade econômica deteriora, por sua vez, os indicadores de endividamento. Esse é o caso da DBGG/PIB (GRÁFICO 32)<sup>7</sup>:

<sup>7</sup> Em 2008, o governo alterou a metodologia de cálculo da DBGG. Mendes (2016b) esclarece a diferença de conceituação. DBGG, na metodologia adotada pelo FMI, é toda a dívida do tesouro, incluindo os títulos na carteira do BCB, em uso ou não. A diferença para a metodologia adotada a partir de 2008, no Brasil, é que esta não considera todos os títulos do TN na carteira do BCB, mas, sim, apenas os que estão sendo usados como colateral nas operações compromissadas, isto é, não estão parados na carteira da autoridade monetária.

Gráfico 32 – Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB), dez./2006-dez./2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Como argumentado no capítulo anterior, no curto e médio prazo, os efeitos do choque externo positivo sobre as esterilizações resultam em elevação do endividamento público. Esse efeito não é relevante num primeiro momento, embora a participação do instrumento de esterilização, no caso as operações compromissadas, já se torne expressiva, em relação ao total do endividamento, antes do término do ciclo. Às vésperas da crise econômica, a DBGG estava numa faixa entre 50% e 60% do PIB, a depender da metodologia utilizada. No início de 2017, esse percentual estava entre 70% e 76% do PIB. Em janeiro de 2014, as operações compromissadas correspondiam a 24% da DBGG; em janeiro de 2017, 26% (vide GRÁFICO 30). Em janeiro de 2014, as operações compromissadas se equivalem a 12,7% do PIB; em janeiro de 2017, 18,1% PIB. Isso significa que, com a deterioração econômica, as operações compromissadas tornaram-se ainda mais relevantes, pois, o estoque de endividamento representa uma parcela significativamente maior do PIB.

Os dados macroeconômicos e de finanças públicas, mostrados a seguir, dão a dimensão da magnitude da crise econômica brasileira de 2015-2016, o que revela forte impacto sobre os indicadores fiscais.

### 4.3 Breve análise da crise econômica brasileira de 2015-2016 e seu impacto no setor público

Uma interpretação de destaque da crise brasileira recente entende que um conjunto de erros das autoridades econômicas em conter os efeitos da crise da zona do euro a partir de 2011 culminou com a grave crise de 2015-2016<sup>8</sup>. Em geral, agrega-se esse conjunto de erros sob a alcunha de Nova Matriz Macroeconômica (NMM) que, basicamente, se constituiu de: (i) redução da taxa básica de juros; (ii) depreciação cambial; (iii) isenção fiscal à indústria<sup>9</sup>. Seus propositores entendiam que essa tríade de medidas seria capaz de enfrentar o desaquecimento da economia brasileira frente aos efeitos do choque externo sobre a atividade econômica real (De PAULA; PIRES, 2017).

As respostas de política econômica, dadas aos choques provenientes da crise financeira internacional de 2008 e da crise da zona do euro de 2011 evidenciam a distinção de resultados. Enquanto que as políticas adotadas no primeiro choque obtiveram respostas fortes e rápidas de recuperação, as adotadas frente ao segundo choque não obtiveram êxito e foram, sobretudo, descoordenadas (DE PAULA; MODENESI; PIRES, 2015).

Esta seção busca mostrar, brevemente, a relevância da crise econômica de 2015-2016 e argumentar que a deterioração do indicador da DBGG (% PIB) e dos indicadores fiscais em geral tem suas origens na má gestão da política econômica e na desaceleração da atividade econômica.

#### 4.3.1 Evidências da crise recente

No período em análise, é possível observar um crescimento real negativo do PIB brasileiro em três oportunidades (GRÁFICO 33). Em 2009, por conta da crise financeira mundial de 2007-2008, a variação real foi de -0,13%. Os outros dois anos foram 2015 e 2016, com -3,55% e -3,46%, respectivamente. Segundo Oreiro (2017), a “grande recessão” que se iniciou já no

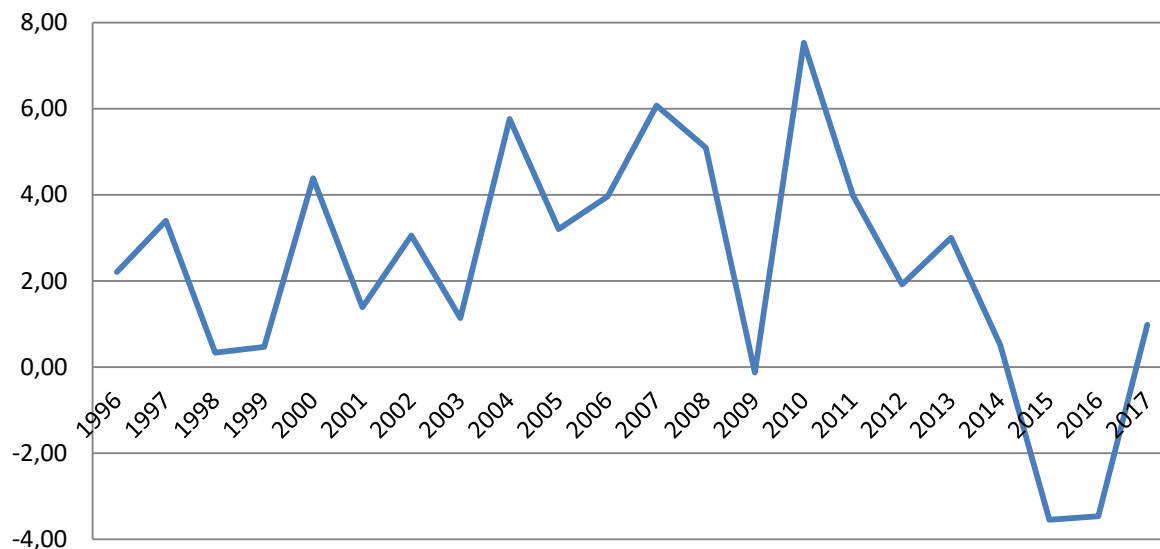
<sup>8</sup> Essa não é a única interpretação das causas da desaceleração e da recessão da economia brasileira, pois, como dito em De Paula e Pires (2017, p. 125): “A discussão sobre as causas da desaceleração econômica e da recessão que a seguiu tem sido bastante acalorada, passando por interpretações que atribuem a crise às políticas intervencionistas implementadas recentemente, até aquelas interpretações que sustentam que a recessão é consequência das políticas contracionistas adotadas em 2015/2016 (ou do chamado ‘austericídio’)”.

<sup>9</sup> Grosso modo, podem-se dividir em dois grupos os críticos da NMM: um grupo acredita, por princípio, que é um conjunto de medidas equivocadas; e outro grupo entende que boa parte das medidas não estejam erradas *a priori*, mas seriam insuficientes e/ou descoordenadas.



segundo trimestre de 2014 é a maior, em termos de sua profundidade e durabilidade, desde a Segunda Guerra Mundial<sup>10</sup>.

Gráfico 33 – Variação real anual do PIB (% a.a.), 1996-2017

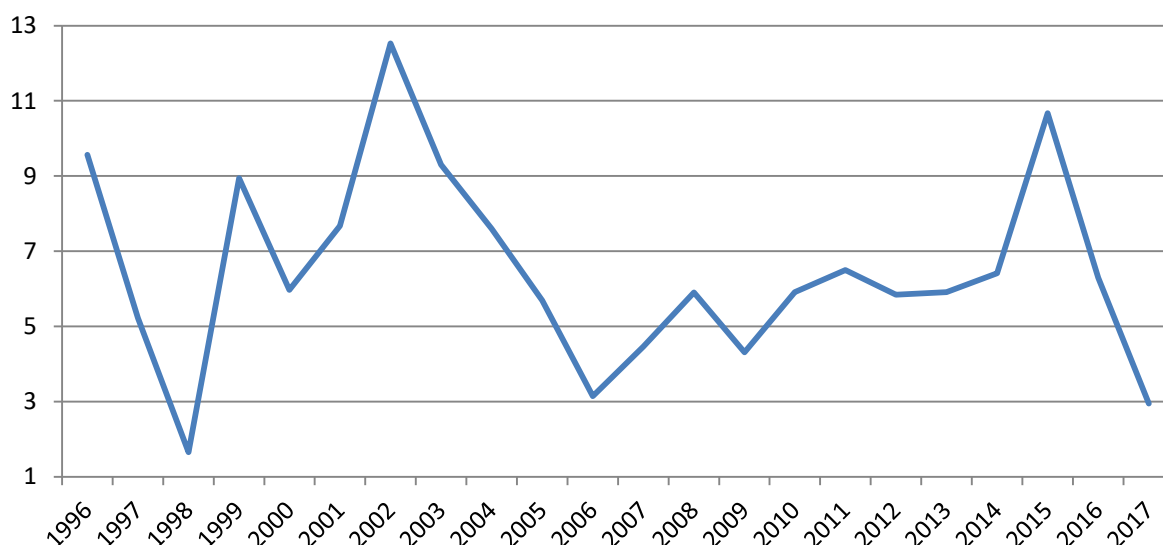


Fonte: Elaboração própria. Dados do IpeaData.

O BCB manteve a taxa de inflação relativamente controlada de 2006 a 2014 (GRÁFICO 34). De acordo com Pires (2016), o reajuste dos preços monitorados é determinante para a elevação vertiginosa da inflação em 2015, que termina o primeiro ano de crise em dois dígitos e, a partir daí, apresenta acelerada queda até 2017. Esse último comportamento é esperado uma vez que o desaquecimento da demanda agregada força o IPCA para baixo.

<sup>10</sup> Mais detalhadamente, percebe-se que a taxa de crescimento real do PIB brasileiro apresenta tendência de queda desde seu pico de 7,53%, em 2010. Isso ocorre na esteira da desaceleração internacional, entre 2010 e 2014, com taxas de crescimento que vão de 5,1% a 3,8%, 3,3%, 3,1% e 3,1%, respectivamente (DE PAULA; PIRES, 2017).

Gráfico 34 – Taxa de inflação - IPCA (% a.a.), 1996-2017



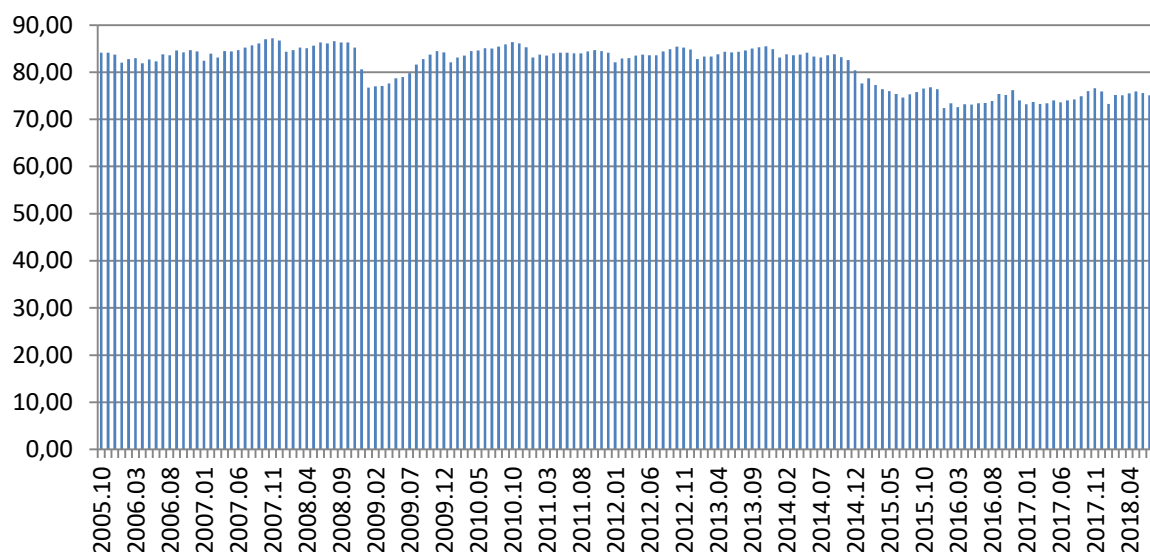
Fonte: Elaboração própria. Dados do IpeaData.

Nota: Opta-se por iniciar a série em 1996, momento a partir do qual a dinâmica inflacionária brasileira é mais bem comportada.

Em dois momentos, o desaquecimento da demanda se manifestou no grau de utilização da capacidade instalada da indústria, reduzindo-a abaixo do patamar de 80%. O primeiro momento é o período de janeiro a julho de 2009, o que decorre da queda da atividade econômica pós-crise financeira internacional. O segundo é o período de janeiro de 2015 até agosto de 2018 (último período observado), portanto, do primeiro ano de crise econômica em diante. Logo, são praticamente 15 trimestres ininterruptos de utilização da capacidade instalada abaixo da faixa de 80%, sendo que o vale se encontra em janeiro de 2016, na marca de 72,4% (GRÁFICO 35).

A utilização da capacidade instalada da indústria relativamente baixa induz a queda dos investimentos. Ou seja, nesse cenário, não há incentivos do ponto de vista do tomador de decisão no setor privado para realizar novos investimentos. Os dados de formação bruta de capital fixo (FBCF) apontam para esse quadro (GRÁFICO 36).

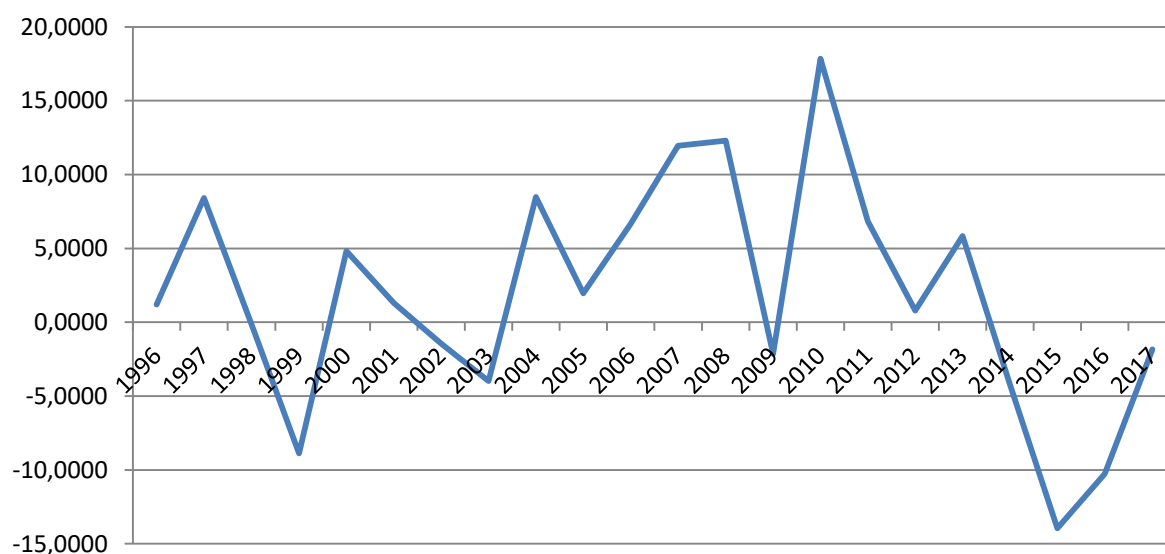
Gráfico 35 – Utilização da capacidade instalada industrial - média (% capacidade instalada), out./2005-ago./2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do IpeaData.

Nota: Os dados são apresentados de acordo com a extensão e a periodicidade da série histórica disponível.

Gráfico 36 – Variação real anual da Formação Bruta de Capital Fixo (% a.a.), 1996-2017



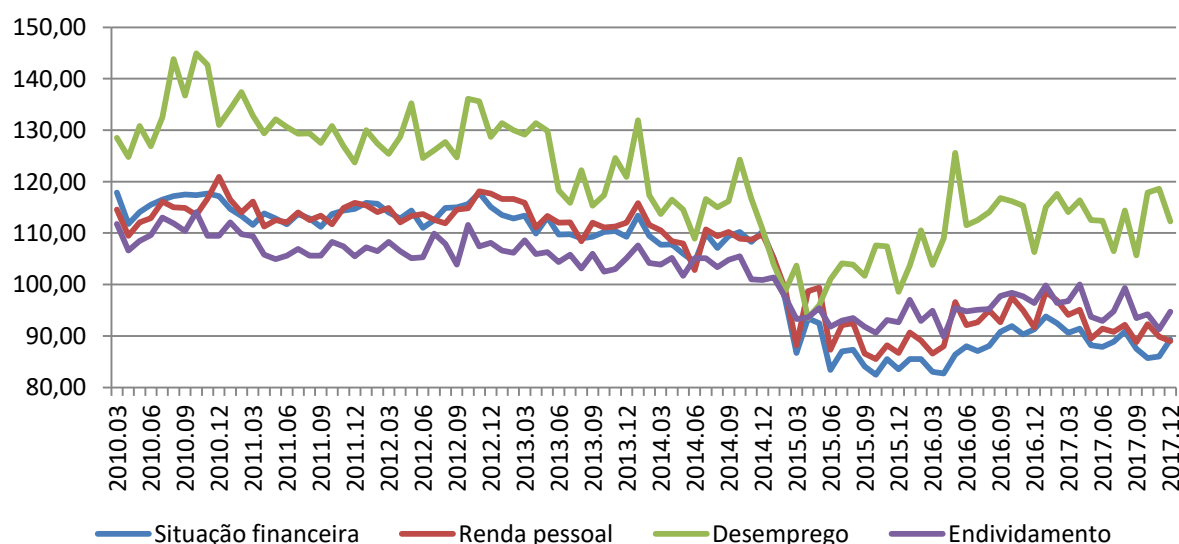
Fonte: Elaboração própria. Dados do IpeaData.

A taxa de crescimento real do PIB (vide GRÁFICO 33) tem comportamento bastante similar à variação real anual da FBCF, cuja queda foi o evento que iniciou a perda de sustentação do crescimento econômico do período (OREIRO, 2017). Após ter atingido taxa negativa em 2009 (-2,13%), o investimento também oscilou negativamente no período de 2014 a 2017, atingindo taxas de, respectivamente, -4,22%, -13,94%, -10,27% e -1,84%.

A relativamente baixa utilização da capacidade instalada e a conseqüente queda do investimento privado sugerem viés de baixa das expectativas dos empresários produtivos. Esse movimento indica, entre outros fatores, que não se espera um mercado de consumo aquecido. Nesse contexto, vale identificar como as expectativas que dirigem os consumidores se comportam. O Gráfico 37 apresenta as expectativas dos consumidores divididas em quatro núcleos, ou seja, as expectativas do consumidor em relação: à sua situação financeira; à renda pessoal; ao desemprego; e ao endividamento.

Todas elas “dialogam” entre si e possuem dinâmicas muito semelhantes. As quatro variáveis têm um ponto em comum: caem abaixo dos 100 pontos no mês de fevereiro de 2015. A situação financeira dos consumidores é a que apresenta os piores níveis de expectativas, enquanto que o desemprego é o que apresenta os patamares de expectativas menos pessimistas. Nesse período, tanto a expectativa em relação à situação financeira, quanto a de renda pessoal não voltaram a atingir marcas iguais ou superiores a 100 pontos, enquanto que a relativa a endividamento atingiu 100 pontos apenas em abril de 2017, estando abaixo disso em todo o restante do período.

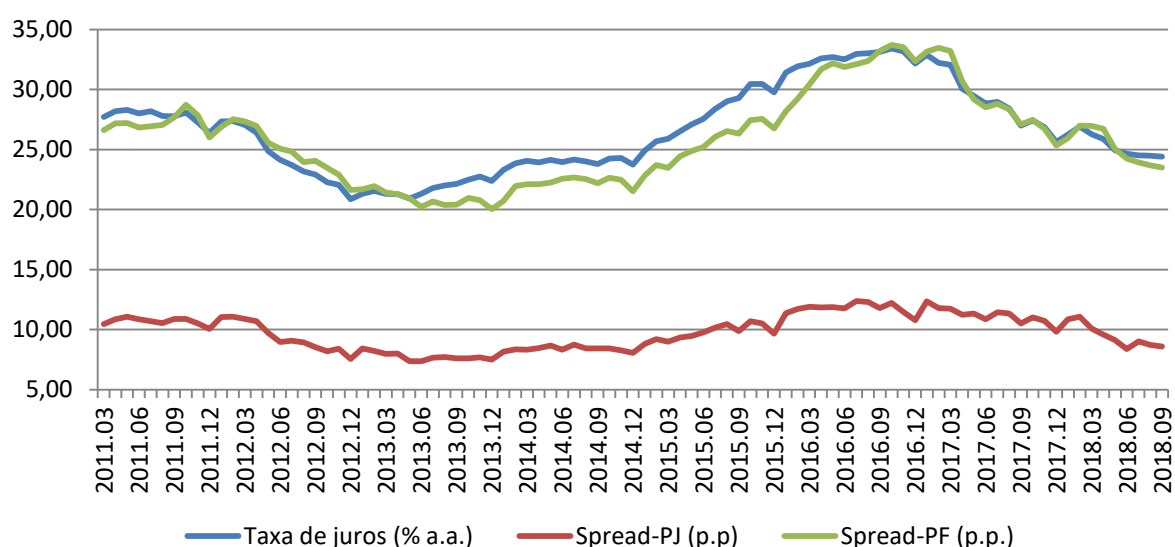
Gráfico 37 – Índice de Expectativa do consumidor, mar./2010-jul./2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do IpeaData.

Uma explicação razoável para a deterioração das expectativas dos consumidores passa pela análise de dois elementos. O primeiro deles é a queda expressiva da renda real por trabalhador, a partir do primeiro semestre de 2015, que, por sua vez, pode ser explicada pela aceleração da inflação e pelo aumento do desemprego (OREIRO; D'AGOSTINI, 2016). O segundo elemento são os custos de crédito, que se elevaram durante o período mais acentuado de crise, em especial, o crédito para pessoa física, o que compromete o consumo das famílias (GRÁFICO 38).

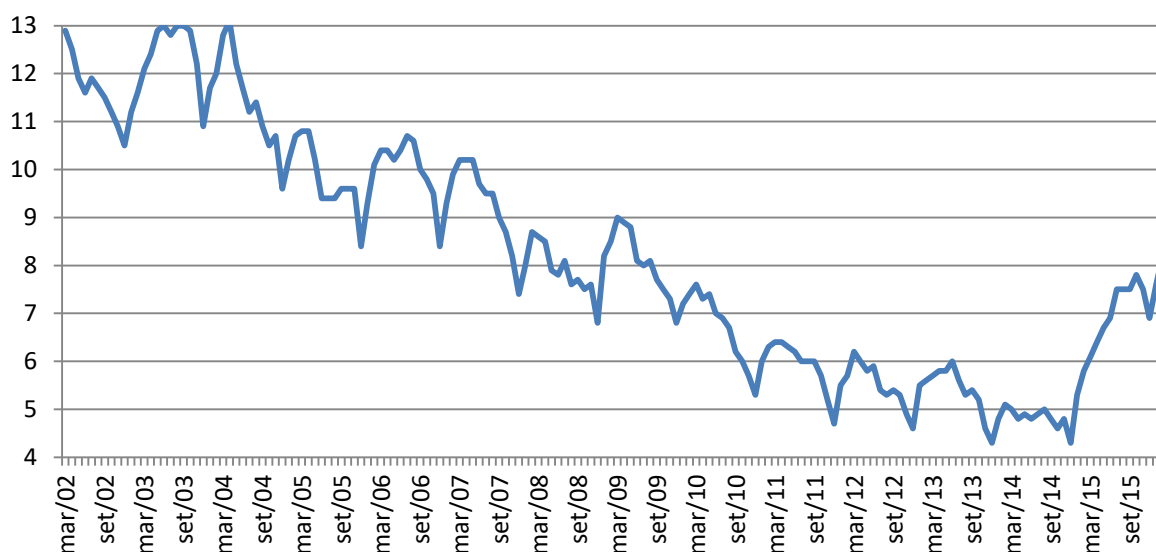
Gráfico 38 – Operações de crédito, mar./2011-set./2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do IpeaData.

Todavia, esses fatores, em conjunto, afetaram em menor grau a expectativa quanto ao desemprego. A maior rigidez quanto à piora das expectativas sobre o emprego pode ser explicada pela expressiva queda da taxa de desemprego durante uma década inteira – 2004-2014 (GRÁFICO 39) – e pela rigidez característica desse mercado.

Gráfico 39 – Taxa de desocupação (%), mar./2002-fev./2016



Fonte: Elaboração própria. Dados do IBGE.

Com efeito, a taxa de desocupação atingiu seu menor patamar da série histórica, em dezembro de 2014, quando alcançou a taxa de 4,3%. Antes disso, apresentou tendência de queda desde março de 2004, vindo de um patamar de 12,8%. A taxa de desemprego começa a apresentar sinais de tendência de alta apenas a partir do início de 2015.

De acordo com os dados, 2015 e 2016 apresentam-se como os anos, por excelência, de pior desempenho econômico no que diz respeito à produção e atividade econômica brasileira e às expectativas dos consumidores domésticos. Somam-se a esses dois anos o fraco desempenho econômico de 2014 e 2017 e a nítida tendência de desaquecimento da atividade econômica brasileira, desde seu ápice em 2010. Esses resultados se devem, em grande medida, à inconsistência das políticas econômicas adotadas no período (RESENDE; TERRA, 2017).

Quando comparadas com as medidas de combate ao contágio da grande crise internacional sobre a economia brasileira, aquelas adotadas no contexto da crise da zona do euro se mostram atrasadas, insuficientes e descoordenadas (DE PAULA; MODENESI; PIRES, 2015). Diante disso, o conjunto de políticas econômicas adotadas entre 2011 e 2014, além de custosas, pioraram as expectativas quanto à evolução do cenário econômico brasileiro.

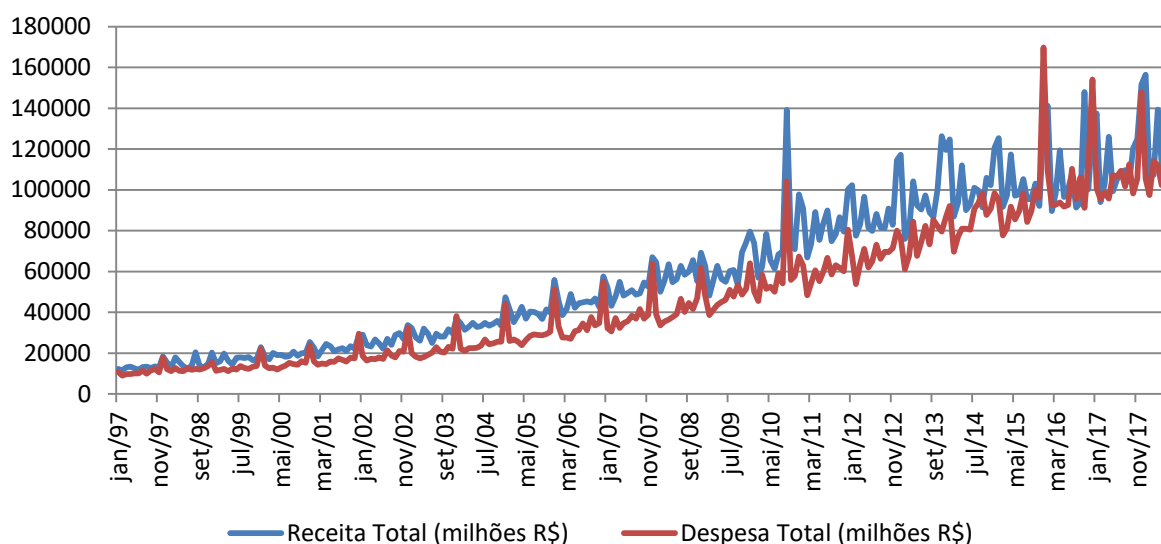
#### 4.3.2 O impacto da queda de atividade econômica nas finanças públicas brasileiras

A continuidade da política fiscal anticíclica do governo Dilma Rousseff (2011-2016), que apostava na isenção fiscal do setor industrial manufatureiro, além de não surtir os efeitos esperados, tem papel na deterioração das finanças públicas. Como explicam Resende e Terra (2017, p. 264):

A continuidade da isenção fiscal à indústria de manufaturados como parte das medidas de política anticíclica estava também drenando recursos do Tesouro. As finanças públicas brasileiras começam a sofrer, primeiro uma estagnação da taxa e, de 2014 em diante, uma forte redução das receitas públicas. Não obstante, os gastos públicos não seguiram a mesma tendência do recolhimento tributário. Durante 2011-2014, eles aumentaram e também a condição fiscal da economia brasileira se deteriorou rapidamente<sup>11</sup>.

Com efeito, a partir de final de 2014, as despesas totais do governo central passam a “confrontar” mais de perto as receitas (GRÁFICO 40). Em outras palavras, há uma redução da diferença média entre receita e despesa do Governo Central de modo que, na parte final do período analisado, essa diferença resulta em saldos negativos mais persistentes (GRÁFICO 41).

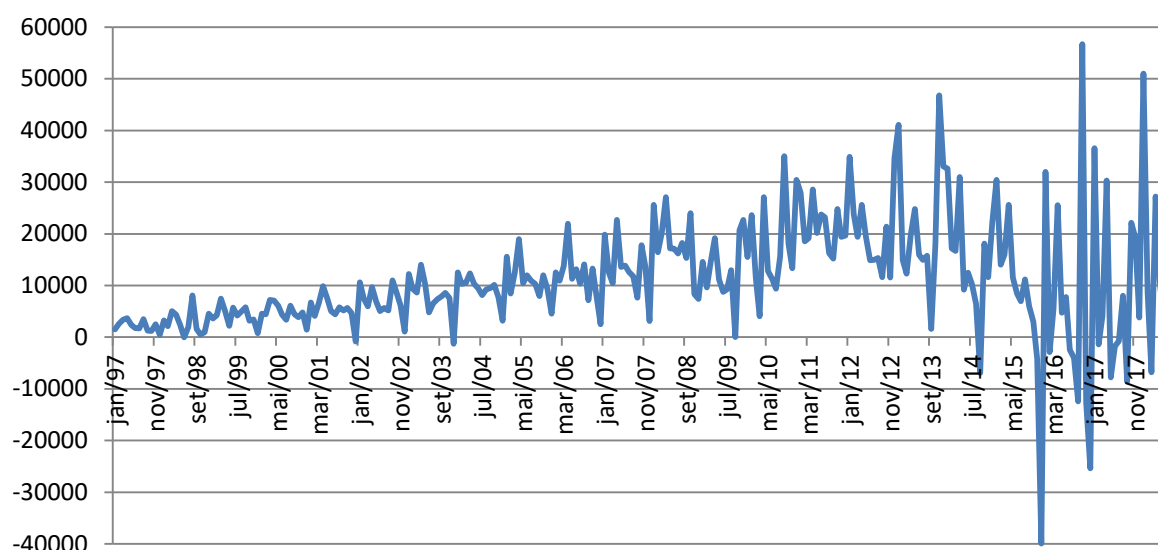
Gráfico 40 – Receitas e Despesas do Governo Central, jan./1997-jul./2018 (Milhões R\$)



Fonte: Elaboração própria. Dados do Tesouro transparente.

<sup>11</sup> “The continuity of tax allowances to the manufacturing industry as part of the counter cyclical fiscal measures was also withdrawing resources from the Brazilian Treasury. Brazil’s public finance commenced suffering, first a stagnation of levy collection and, from 2014 onward, a strong reduction of public revenues. Nevertheless, public expenditures did not follow the same trend of the tax gathering. Over 2011–2014, they increased and so the fiscal condition of the Brazilian economy deteriorated quickly”.

Gráfico 41 – Diferença entre receita e despesa totais do Governo Central, jan./1997-jul./2018  
(Milhões R\$)



Fonte: Elaboração própria. Dados do Tesouro transparente.

Gobetti e Orair (2015) ajudam a entender essa dinâmica até 2014. Eles dividem o período 1999-2014 em dois grandes grupos: de 1999-2005 é denominado período contracionista; 2006-2014 de expansionista. Especificamente, FHC II (1999-2002) e Lula I (2003-2006) compõem o período contracionista; Lula II (2007-2010) e Dilma I (2011-2014) completam o período expansionista.

Os dados que esses autores apresentam do crescimento das despesas primárias do governo central sugerem que as variações dos resultados primários (% PIB) dependem primordialmente das variações do crescimento econômico e das receitas. O que ocorre é que as taxas médias de crescimento das despesas não se alteraram substantivamente durante toda a extensão do período (1999-2014). Ademais, quando se compara o período de 2011-2014 com o imediatamente anterior, 2007-2010, observa-se que o crescimento das despesas teve pequena alteração, caindo de 4,9%, em Lula II, para 4,2%, em Dilma I.

Nesse sentido, as taxas de crescimento das despesas não permitem dizer que o período 2011-2014 tenha sido mais expansionista que 2007-2010. Houve, inclusive, redução da taxa média real de crescimento do custeio e capital entre Lula II e Dilma I<sup>12</sup>. Com isso, concluem que a deterioração dos indicadores fiscais de resultados primários sofre maior impacto das variações

<sup>12</sup> De acordo com Gobetti e Orair (2015), a taxa de crescimento do custeio e capital é um bom sinalizador da orientação da política fiscal.

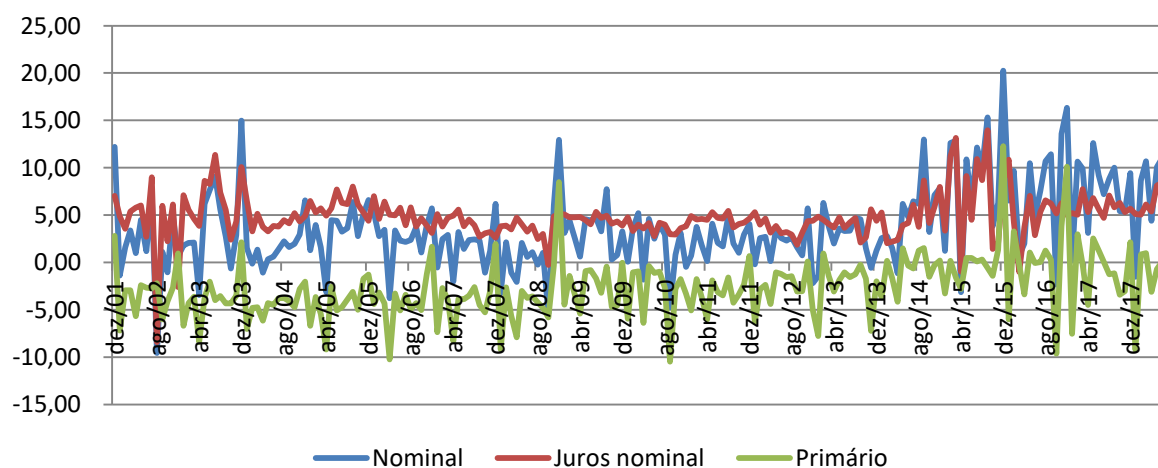


do crescimento econômico e das receitas do que muitas vezes se presume (GOBETTI; ORAIR, 2015, 2017).

Assim, a diferença entre receitas e despesas diminui ao longo de 2011-2014, com tendência a gerar resultado negativo. Em outras palavras, a receita passa a crescer, em média, a menores taxas do que a despesa, em especial, a partir do final do ano de 2014. Esse processo ocorre concomitante à tendência de queda da taxa de crescimento real do PIB brasileiro. Sob essa perspectiva, pode-se esperar forte deterioração dos resultados primários e de outros indicadores fiscais a partir da profunda recessão de 2015-2016. Os resultados da esfera federal, especialmente, não sugerem dinâmica diferente.

A partir de 2014, a necessidade de financiamento do governo federal aumentou (GRÁFICO 42). Durante quase todo o período analisado, a necessidade de financiamento do resultado primário foi negativa, ou seja, resultado primário superavitário. A partir de 2014, o superávit estabilizou-se a um nível mais próximo à zero, não raro tornando-se déficit primário. Em outras palavras, o que essa dinâmica diz é que o que governo federal poupa para arcar com serviços financeiros da dívida diminui e se consolida em menores patamares.

Gráfico 42 – Necessidade de financiamento do setor público – governo federal (% PIB), dez./2001-jul./2018



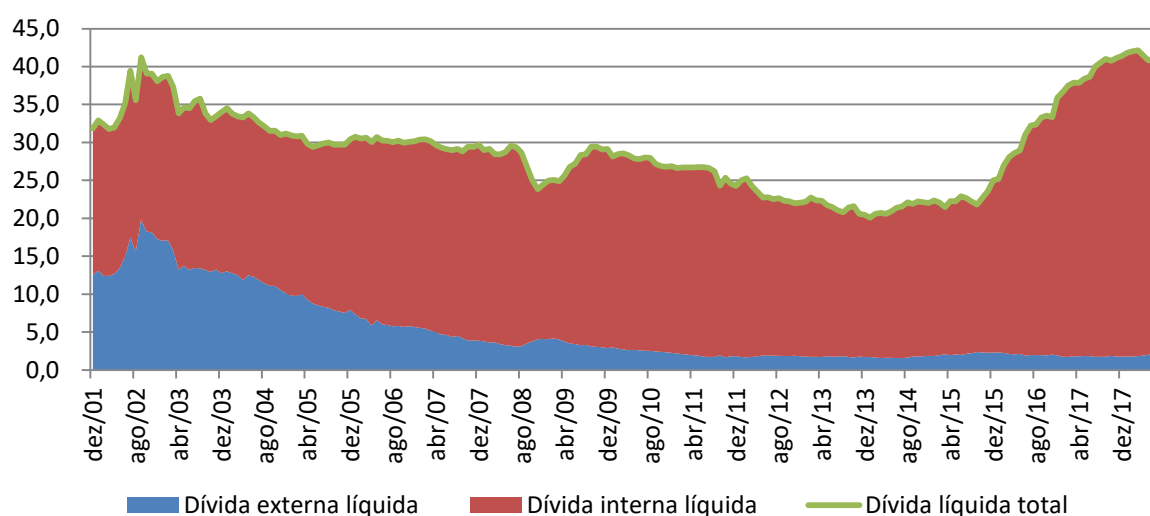
Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Nesse contexto, a necessidade de financiamento dos juros e do resultado nominal também se eleva. Já em 2014, verificavam-se sinais da deterioração fiscal, com déficit nominal saindo de 3% do PIB, em 2013, e atingindo 6,1%, em 2014. Em 2015, a necessidade de financiamento

do governo federal atingiu seu pico no período. Segundo De Paula e Pires (2017), isso advém da queda de receitas tributárias e da pressão exercida pelos encargos financeiros sobre a dívida do governo. Portanto, esse processo pressiona, em última análise, o endividamento público interno.

A dívida líquida do governo federal em percentual do PIB apresentou acentuada queda ao longo da década de 2000 e atinge seu menor patamar entre final de 2013 e início de 2014 (GRÁFICO 43). Em grande medida, essa redução foi puxada pela redução da dívida líquida externa. Sua parcela interna apresentou tendência de queda até início de 2014, quando se manteve estagnada e passou a crescer aceleradamente ao final de 2015. Logo, o período de desequilíbrio mais acentuado da economia brasileira contou também com o aumento do endividamento líquido do governo federal.

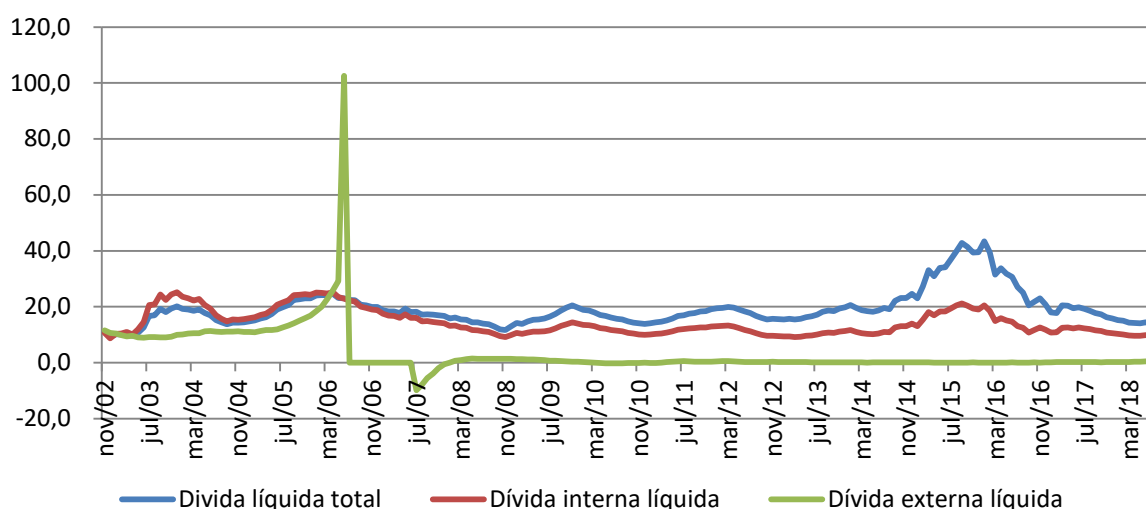
Gráfico 43 – Dívida líquida do setor público – governo federal (% PIB), dez./2001-jul./2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

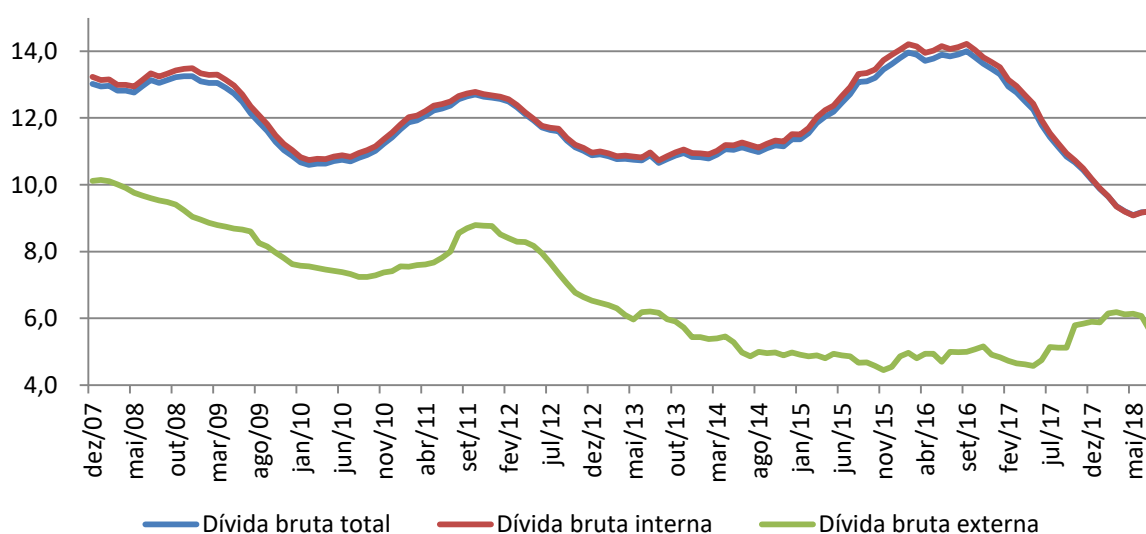
Esse movimento pode ser analisado com base na taxa de juros implícita (GRÁFICO 44). Dado que a dívida externa é consideravelmente menor do que a dívida interna, nota-se a proximidade de comportamento existente entre as taxas de juros implícitas à dívida líquida total e à dívida líquida interna. Assim como seus respectivos estoques, elas crescem a partir de 2014, atingindo seus picos em 2015, tomando, a partir daí, trajetória de queda e retornam aos seus patamares anteriores ao final de 2016. Essa dinâmica é similar quando se considera o endividamento federal bruto (GRÁFICO 45).

Gráfico 44 – Taxa implícita de juros, acumulada 12 meses – Dívida Líquida do Governo Federal (%), nov./2002-jul./2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

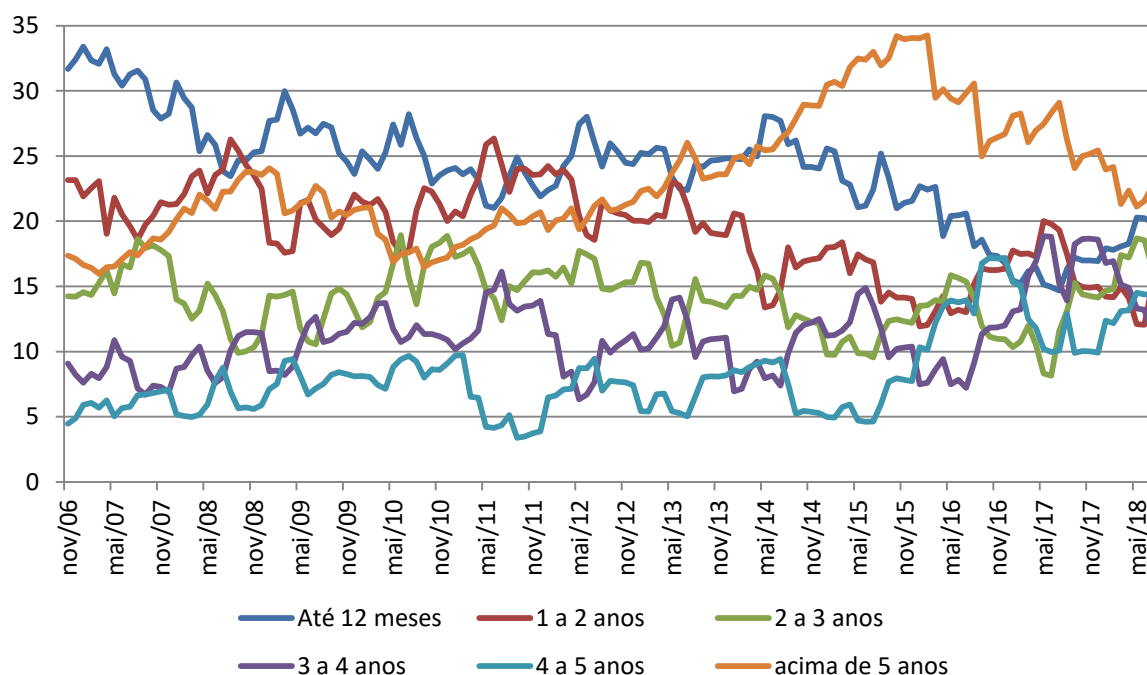
Gráfico 45 – Taxa implícita de juros, acumulada 12 meses – Dívida Bruta Gov. Federal (%), dez./2007-jul./2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

As deteriorações dos indicadores fiscais e das expectativas dos agentes refletem a piora da estrutura de vencimento do endividamento público federal a partir da crise de 2015-2016. Neste momento, o percentual do endividamento com maturação acima de cinco anos se reduz sistematicamente, gerando espaço, por conseguinte, ao aumento do percentual do endividamento com prazos de maturação menores (GRÁFICO 46).

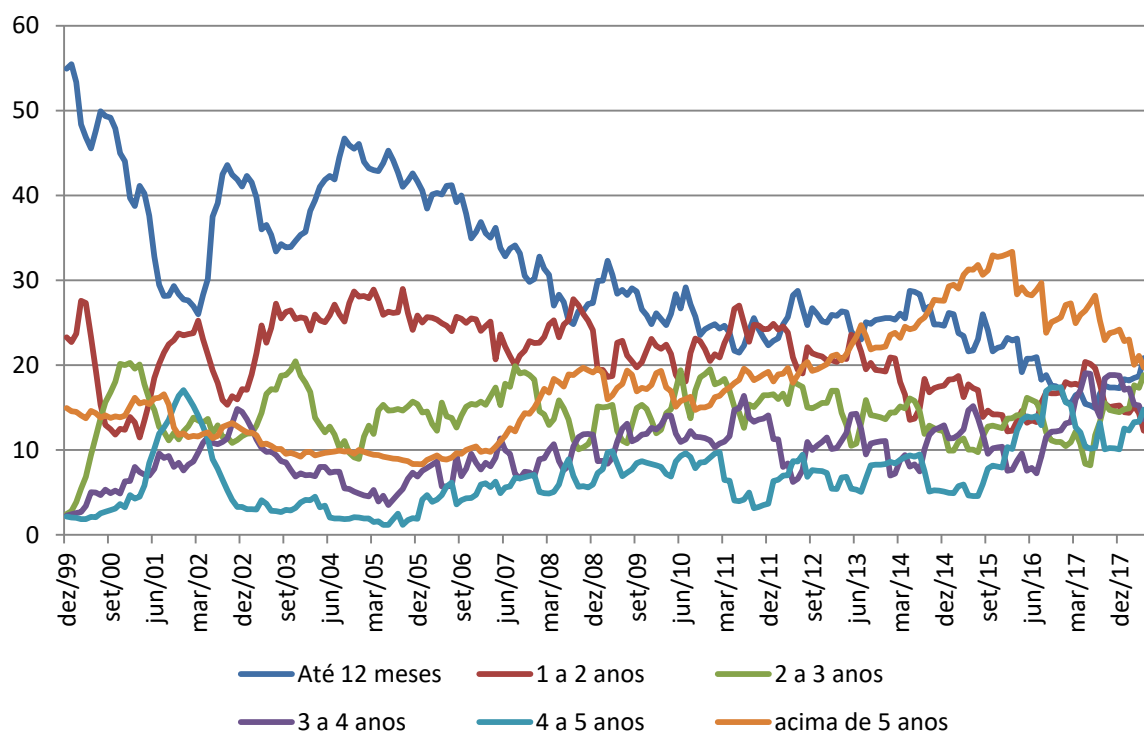
Gráfico 46 – Vencimento da dívida pública federal total (%), nov./2006-jul./2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do Tesouro transparente.

O mais relevante a se destacar quanto a isso é o fato de o percentual relativo ao menor prazo de vencimento, até 12 meses, ter se aproximado ao percentual de vencimento acima de cinco anos – entre 20 e 25%. Em outras palavras, o montante do endividamento de curtíssimo prazo é similar ao montante de prazo mais longo, o que é, de certa forma, preocupante. Essa leitura vale também para a estrutura de vencimento da parcela interna da dívida (GRÁFICO 47).

Gráfico 47 – Vencimento da dívida pública federal interna (%), dez./1999-jul./2018

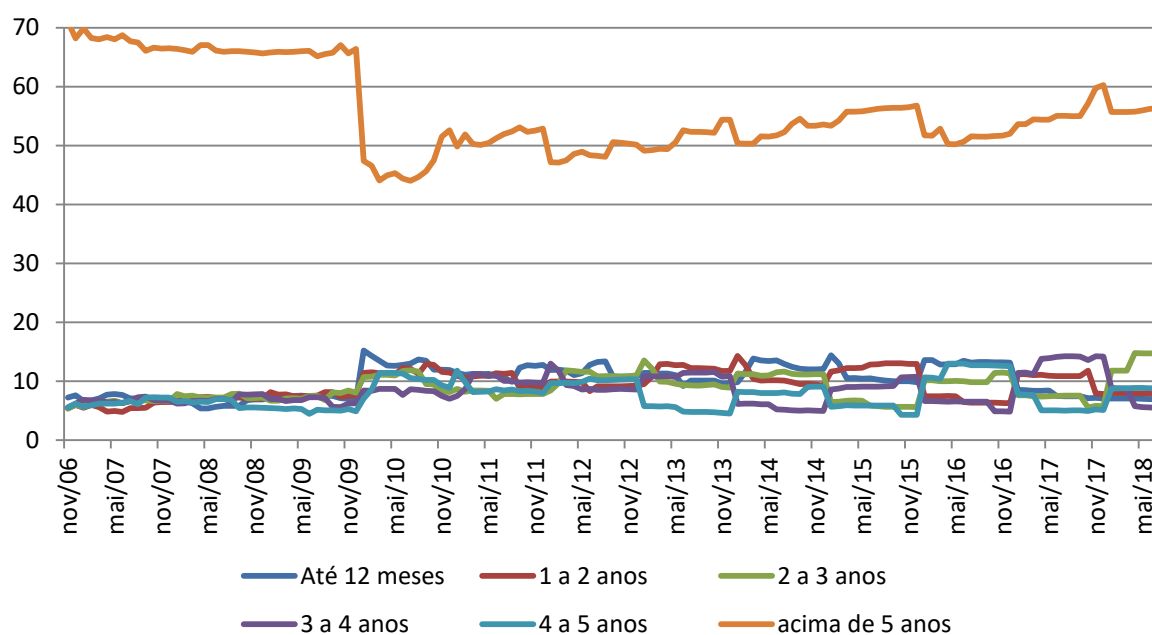


Fonte: Elaboração própria. Dados do Tesouro transparente.

Pode-se dizer que, a princípio, quanto maior o prazo para o vencimento da dívida adquirida, melhor, pois, menor montante de recursos tem de ser alocado para compromissos de curto prazo. Isso favorece melhor o planejamento e o remanejamento de recursos para outras atividades e prioridades do setor público. Ademais, quanto mais longo o prazo de vencimento do endividamento, maior a credibilidade que o devedor tem frente aos credores, pois, maiores riscos e incerteza aos credores, em regra, refletem estrutura de vencimentos de caráter de prazo mais curto.

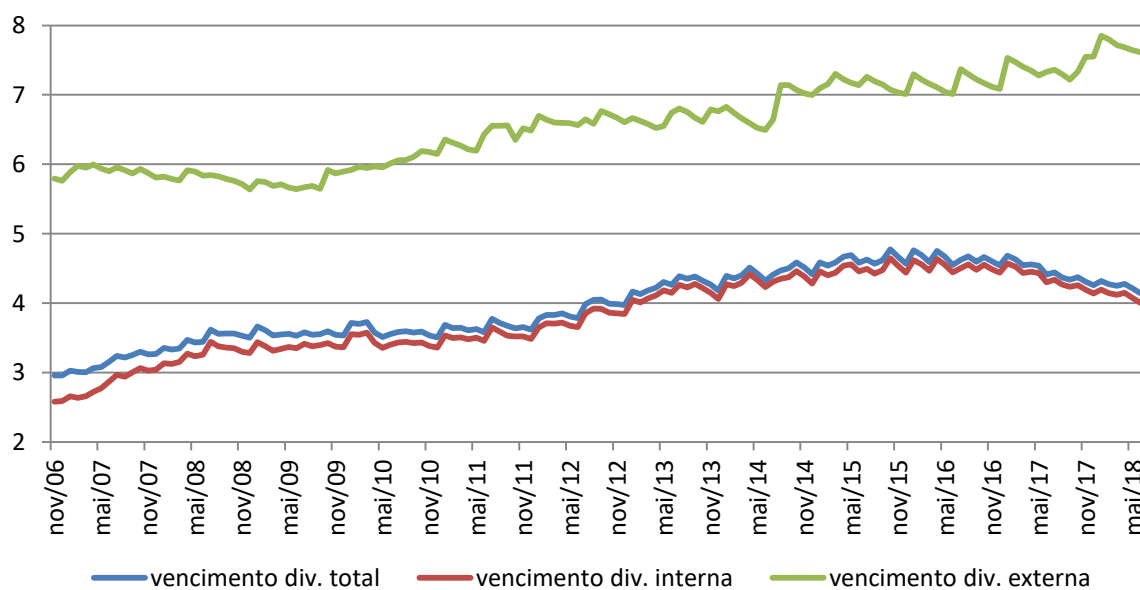
A estrutura de vencimento da dívida pública federal externa tem característica diferente das duas anteriores. O percentual de endividamento com vencimento acima de cinco anos é bastante superior ao percentual dos demais períodos de vencimento de prazos mais curtos (GRÁFICO 48). Todas as outras faixas de vencimento apresentam percentual do estoque de endividamento externo abaixo de 15% cada, o que mostra uma melhor estrutura do endividamento externo frente ao endividamento interno, na média (GRÁFICO 49).

Gráfico 48 – Vencimento da dívida pública federal externa (%), nov.2006-jul./2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do Tesouro transparente.

Gráfico 49 – Prazo médio de vencimento da dívida pública federal (anos), nov./2006-jul./2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do Tesouro transparente.

Sob a perspectiva de que os indicadores fiscais respondem às variações do crescimento econômico e das receitas, argumentou-se que sua deterioração ocorre, sobretudo, a partir da forte recessão de 2015-2016. Recessão essa que não pôde ser evitada pelo conjunto de medidas de política econômica adotadas entre 2011-2014. Embora os períodos 2007-2010 e

2011-2014 apresentem níveis de expansionismo similares, suas conduções podem ser qualificadas pelos resultados obtidos e pelos instrumentos utilizados.

Do ponto de vista da política fiscal, esses dois últimos períodos podem ser diferenciados a partir dos instrumentos fiscais utilizados. O espaço fiscal do início do período expansionista é dirigido à promoção do investimento público. No período posterior, 2011-2014, o espaço fiscal serve às despesas correntes e desonerações tributárias (GOBETTI; ORAIR, 2015)<sup>13</sup>.

#### 4.4 Considerações finais

Os dados apresentados fundamentam a hipótese de que, embora a crise brasileira de 2015-2016 não tenha se manifestado via BP, ela tem importantes implicações sobre o endividamento público. A condição externa favorável vivida entre 2006 e 2012 induziu à política de acúmulo de reservas, o que melhorou alguns indicadores do setor externo brasileiro. Daí, a ausência, portanto, do protagonismo do setor externo da economia brasileira na crise.

Todavia, no decorrer desse processo, em função do acúmulo de reservas e do controle inflacionário, elevaram-se as esterilizações que, por sua vez, no papel das operações compromissadas, representam participação significativa na estrutura de endividamento público. Isso fica ainda mais claro a partir da deterioração dos indicadores fiscais, resultantes, em boa medida, da crise econômica brasileira de 2015-2016.

Este capítulo foi o quarto e último bloco na construção desta tese e procurou fazer esse encadeamento final da lógica argumentativa e dos elementos empíricos, respaldando, em alguma medida, os resultados teóricos obtidos no capítulo anterior. Em suma, tratou da relação entre a elevação do acúmulo de reservas entre 2006 e 2012 e da elevação dos saldos das operações compromissadas – instrumento de política monetária que, nesse período, exerceu o papel de esterilizador das reservas; tratou também da elevação da participação dessas operações realizadas pelo BCB, na DBGG e no PIB; por fim, trouxe os principais

---

<sup>13</sup> Em linhas gerais, essa argumentação está também em Carvalho (2018). A autora utiliza a metáfora da valsa para dizer que, durante o primeiro período expansionista (Lula II), o *drive* da política fiscal anticíclica, parte do “milagrinho brasileiro”, foi o investimento público, momento que corresponde ao “passo à frente” da dança de origem austríaco-alemã. No período subsequente (Dilma I), a condução da política fiscal se dirige para a elevação dos subsídios e desonerações fiscais, momento que a autora chama de “agenda FIESP”, equiparando-o a um “passo ao lado”.

dados macroeconômicos que confirmam a crise vivida em 2015 e 2016, bem como seu impacto nas finanças públicas federais, o que traz alguma elucidação sobre a queda do investimento público acusada pela Tabela 7, no capítulo 2.



## CONCLUSÕES

O objetivo desta tese foi contribuir para o entendimento das razões pelas quais a economia brasileira não sofreu com o desequilíbrio externo em sua crise econômica de 2015-2016 e como isso está relacionado com o problema do endividamento público intensificado a partir da crise. Para tanto, foram utilizados o marco teórico da hierarquia internacional das moedas (HIM) e a tradição que busca a conciliação entre o regime de metas de inflação e os modelos pós-keynesianos. Essa integração permitiu mostrar que mudanças no sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) têm papel na determinação dos desequilíbrios externos periféricos e nas decisões de política econômica locais. Mais especificamente, como as transformações no quadro internacional identificadas, sobretudo pelas elevações da liquidez e dos preços das *commodities* a partir da década de 2000, permitiram uma maior proteção do setor externo da economia brasileira através do acúmulo de reservas de divisas e como esse movimento, por sua vez, aparece num curto e médio prazo na mudança da estrutura da dívida bruta do governo geral (DBGG).

O ponto de partida é estabelecer o arcabouço teórico adequado para o cumprimento do objetivo posto. O capítulo 1 fundamenta as razões pelas quais é pertinente o marco teórico da HIM e como ele favorece um entendimento amplo além da lógica das crises cambiais. O arcabouço da HIM postula um sistema-mundo que opera através de uma relação, embora não exclusivamente, “centro-periferia”. A assimetria macroeconômica provém dessa estrutura hierárquica e significa que parte das decisões de política econômica tomadas na periferia está em função dos movimentos no SMFI. Isso se manifesta nas terminologias de “*policy makers*” e “*policy takers*”. Mostrou-se que as economias centrais têm suas políticas econômicas propostas pelos *policy makers* à periferia, nas tentativas de suavizar os ciclos propõem políticas econômicas que, em boa medida, “respondem” às decisões oriundas das economias centrais e aos movimentos do SMFI.

A política monetária nesses países ocupa-se, além de atrair capital, com a estabilização do nível de preços. Economias periféricas que adotam o regime de metas de inflação, como a brasileira, mantêm, em média, uma taxa básica de juros alta. Na medida em que juros mais altos elevam o retorno monetário dos ativos periféricos, mantêm-se a expectativa de valorização desses ativos *vis-à-vis* os ativos internacionais. Esse é, portanto, o imbricamento

cambial e monetário típico de uma economia periférica que adota regime de metas inflacionárias. Essa dinâmica é relativamente estabelecida, embora as implicações do endividamento público não sejam devidamente sistematizadas.

A contribuição principal desse capítulo foi pontuar, nesse contexto, a “contra-face” da inserção assimétrica diante de um choque externo positivo: elevação das reservas internacionais e elevação do endividamento público. Ademais, desenvolvemos as implicações sobre o endividamento público da assimetria macroeconômica, ou seja, como a questão fiscal periférica se acopla às referidas implicações cambiais e monetárias. Embora pouco desenvolvida formalmente, sabe-se que a condição de integração no SMFI assimétrico gera custos fiscais que podem ser significativos para as economias periféricas, quais sejam: (i) elevados encargos financeiros frutos de elevadas taxas de juros; (ii) endividamentos advindos das esterilizações realizadas em função do acúmulo de reservas de divisas. Em fase de alta dos ciclos de liquidez, acumula-se elevados custos de absorção dessa liquidez. Por fim, mostramos que o choque externo positivo, a queda da atividade econômica, deteriora a situação fiscal e os custos de esterilização podem, nesse contexto, representar importante participação de seu endividamento.

O segundo capítulo da tese investigou a evolução do quadro internacional a partir da década de 1980 até o momento atual. Partiu-se das evidências de que as ocorrências de *defaults* e de renegociações de endividamento, no período em análise, que apresentaram tendência de queda, bem como a utilização de crédito concedido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Essas evidências ocorrem no mesmo intervalo de tempo em que se observa também a trajetória de queda do endividamento externo de economias emergentes e em desenvolvimento, de modo geral, assim como sua parcela de curto prazo. Esses elementos exigiram análise mais detalhada do espectro internacional.

Nesse contexto, a partir da evolução do quadro internacional, ocupou-se em estruturar as mudanças em dois eixos: (i) a evolução e intensificação do volume e fluxos de liquidez internacional aos países periféricos; (ii) o que chamamos “efeito China”, que ocorre com o aumento da participação da economia chinesa na economia mundial. Uma primeira contribuição foi mostrar que o panorama internacional, a partir da década de 2000, propiciou, em evento singular no período histórico estudado, a substancial elevação do estoque de

reservas internacionais para o grupo de economias periféricas. Esse fato, mais especificamente, a elevação do preço das *commodities* e a fase de alta do segundo ciclo de liquidez, possibilitou a autoproteção das economias periféricas que se tornou imprescindível pós-Bretton Woods (Era *float*).

Por fim, fez-se um comparativo entre alguns indicadores brasileiros na década de 1980, 1990 e 2010. Com isso, mostramos, originalmente, que, no período da crise econômica brasileira de 2015-2016, embora tenha havido pressão sobre o setor externo e a taxa de câmbio, o contexto geral se mostrou radicalmente diferente dos anteriores.

O terceiro capítulo teve papel central neste trabalho, ao interconectar, do ponto de vista do modelo teórico, a ausência de crise externa no Brasil com a piora do endividamento do setor público, a partir da crise econômica de 2015-2016. Mais especificamente, desenvolveu-se um modelo de caráter pós-keynesiano de curto e médio prazo para captar a dinâmica de política econômica no contexto de uma economia periférica que vivencie uma fase de alta do ciclo de liquidez internacional, ou seja, em função de choques externos positivos. Conectado ao diagnóstico anterior, as variáveis teóricas que representaram esses choques foram o preço das *commodities* e a taxa de juros internacional. A lógica é que representassem os dois movimentos mais significativos observados entre meados da década de 2000 e 2012, a saber: o aumento da demanda dos produtos ofertados pela periferia, que, por conseguinte, elevou seus preços; e a elevação da liquidez internacional.

O que se mostrou foi que ocorreu um protagonismo da política de controle de liquidez doméstica através das esterilizações – a inserção das esterilizações como variável endógena nessa linha de modelos é a grande contribuição em termos da modelagem. Nos principais exercícios teóricos do capítulo, dois cenários foram estabelecidos: (i) cenário em que o BC utiliza as esterilizações visando unicamente à meta de taxa de câmbio real; (ii) outro em que o BC utiliza as esterilizações como instrumento de controle da meta da taxa de câmbio real e como política monetária anti-inflacionária. Em ambos os processos, aumentaram-se as esterilizações realizadas através da oferta de títulos públicos componentes da carteira de ativos do BC (*open market*).

Por fim, o capítulo 4 buscou corroborar empiricamente com o argumento teórico do capítulo anterior. Para isso, estabeleceu a relação entre o acúmulo de reservas e a elevação das

operações compromissadas e como essas operações aumentaram sua participação no endividamento público, no período entre 2006 e 2012, o que se agravou com a deterioração dos indicadores de endividamento a partir da crise econômica de 2015-2016. Na esteira do choque externo positivo, a partir da década de 2000, estabeleceu-se uma relação perversa entre as esterilizações realizadas devido ao acúmulo de reservas internacionais e a DBGG. No período entre 2006 e 2012, houve o principal acúmulo de reservas internacionais, o que impactou fortemente os parâmetros de liquidez admitidos pelo BCB diante de suas metas de taxa básica de juros e inflação. Esse fato motivou o uso, em nosso entender, abusivo das “operações compromissadas” – instrumento de política monetária –, com fins de “enxugar” a liquidez do mercado (além de, obviamente, formar o “colchão” de reservas). Na sequência do capítulo, preocupou-se em trazer alguns dados macroeconômicos básicos que indicassem a gravidade da crise brasileira e, em seguida, mostrou-se o impacto da crise nos indicadores fiscais.

Este trabalho buscou fornecer a compreensão de que as transformações do SMFI tiveram seu papel na mudança de padrão da crise e de que as decisões locais de política, frente ao ciclo de alta de liquidez e de preço de *commodities*, resultaram em implicações que vieram à tona durante a grave recessão de 2015-2016. Elucidar a forma com que esses fenômenos (a mudança do padrão da crise e as implicações das decisões de política econômica frente às transformações do quadro internacional) se relacionam favorece as tentativas futuras de sofisticação das políticas econômicas adotadas pelas autoridades brasileiras, levando à adoção de melhores práticas frente aos movimentos cíclicos internacionais (financeiros e comerciais). Em outras palavras, este estudo fornece uma perspectiva de como os setores externos e internos à economia brasileira se articularam no período recente, sempre na tentativa de entender a razão de a crise econômica recente ser diferente das observadas nas décadas de 1980 e 1990.

A princípio, pode-se pensar em três desdobramentos de pesquisa a partir desta tese. A primeira é realizar testes econométricos acerca de algumas relações estabelecidas aqui, como: a relação causal entre a crise econômica e a deterioração das finanças públicas, para o caso específico da crise brasileira recente. Outra possibilidade de pesquisa é definir se haveria ou há alternativas para o instrumento de política monetária que não as operações compromissadas, pois, como visto, pelo seu caráter de curtíssimo prazo, seu uso excessivo deteriora, entre outras coisas, o perfil do endividamento público. Por fim, talvez a linha de

pesquisa mais instigante seria identificar se os efeitos sobre o setor externo da economia brasileira causados pelo choque externo positivo a partir da década de 2000 são duradouros ou se crises externas e instabilidades, nos moldes anteriores como as das décadas de 1980 e 1990, podem voltar a protagonizar as crises econômicas brasileiras novamente num futuro não muito distante.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALHASHIEL, Bader. Sovereign Wealth Funds: a literature review. *Journal of Economic and Business*. Vol. 78, pp. 1-13. March-April, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2014.10.001>. Acesso em: 17 mar. 2020.

ALVES Jr., Antonio J.; FERRARI-FILHO, Fernando; De PAULA, Luiz F. R. The post keynesian critique of conventional currency crisis model and Davidson's proposal to reform the International Monetary System. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 22, n. 2, pp. 207-225. 1999. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/01603477.1999.11490237>. Acesso em: 10 mai. 2020.

ANDRADE, Rogério P.; PRATES, Daniela Magalhães. Exchange rates dynamics in a peripheral monetary economy. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 35, n. 3, pp. 399-416, 2013.

ARESTIS, Philip; De PAULA, Luiz Fernando; FERRARI-FILHO, Fernando. A nova política monetária: uma análise do regime de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*. Vol. 18, n. 1. Abril, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0104-06182009000100001>. Acesso em: 13 dez. 2019.

ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcom. A critical reconsideration of the foundations of monetary policy in the new consensus macroeconomics framework. *Cambridge Journal of Economics*. Vol. 32, n. 5, pp. 761-779. September, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/cje/ben004>. Acesso em: 31 out. 2019.

BACCHETTA, Philippe. Temporary capital controls in a balance-of-payments crises. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 9, pp. 246-257, 1990.

BARBOSA, Lúcio Otávio Seixas; JAYME Jr., Frederico G.; MISSIO, Fabrício José. Determinants of the real exchange rate in the long-run for developing and emerging countries: a theoretical and empirical approach. *International Review of Applied Economics*. Vol. 32, n. 1, pp. 62-83, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/02692171.2017.1332017>. Acesso em: 29 fev. 2020.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes. Plano real: do sucesso aos impasses. In: \_\_. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2002. Cap. 8, pp. 361-404.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga; CARNEIRO, Ricardo. O mito da inconvertibilidade. *Revista de Economia Política*. Vol. 24, n. 2, pp. 218-222. Abril-junho, 2004.

BIANCARELLI, André Martins. International liquidity cycles to developing countries in the financial globalization era. In: *Reunión de Economía Mundial*, 11., 2009. Huelva, España. Anais...Huelva: SEM, 2009. Disponível em: [http://www3.eco.unicamp.br/cecon/images/arquivos/publicacoes/publicacoes\\_20\\_2057235698.pdf](http://www3.eco.unicamp.br/cecon/images/arquivos/publicacoes/publicacoes_20_2057235698.pdf). Acesso em: 26 out. 2018.

BIANCARELLI, André Martins. O setor externo da economia brasileira, depois da bonança e da tempestade. *Revista Política Social e Desenvolvimento*, ano 3, pp. 14-19. Outubro, 2015.

BIANCARELLI, André Martins. Constrangimentos externos, de natureza financeira, ao desenvolvimento: um olhar dissidente sobre o Brasil no cenário pós-bonança. In: De OLIVEIRA, Mayra Juruá Gomes (coord.). *Continuidade e mudança no cenário global: desafios à inserção do Brasil*. Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI. Vol. 5. Brasília, 2016. Cap. 2, pp. 49-76.

BIANCARELLI, André Martins; ROSA, Renato; VERGNHANINI, Rodrigo. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. *Texto para discussão*. IE-Unicamp. Campinas, maio 2017. Disponível em: <https://www8.eco.unicamp.br/Publicacoes/textos-para-discussao>. Acesso em: 26 out. 2018.

BIASOTO Jr., Geraldo. Dívida externa, déficit público e dívida interna: algumas observações sobre a ruptura do padrão de financiamento no setor público. *Indicadores Econômicos FEE*. Vol. 16, n. 3, pp. 70-75. 1988. Disponível em: <https://revistas.fee.tcche.br/index.php/indicadores/article/view/23/286>. Acesso em: 10 mai. 2020.

BLACKBURN, Keith. Collapsing exchange rate regimes and exchange rate dynamics: some further examples. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 7, pp. 373-385, 1988.

BORENSZTEIN, Eduardo; PANIZZA, Ugo. *IMF Staff Papers*. Vol. 56, n.4, pp. 683-741, 2009.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Exchange rate: fix, float or manage it? *Texto para Discussão*, n. 135. Escola de Economia de São Paulo, FGV/EESP. São Paulo, fevereiro, 2004. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10438/1955>. Acesso em: 23 fev. 2020.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; GONZALEZ, Lauro; LUCINDA, Cláudio. Crises financeiras nos anos 1990 e poupança externa. *Nova Economia*. Vol. 18, n. 3, pp. 327-357. Belo Horizonte, Sept./Dec. 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0103-63512008000300001>. Acesso em: 17 mar. 2019.

BURNSIDE, Craig; EICHENBAUM, Martin; REBELO, Sergio. On the Fundamentals of self-fulfilling speculative attacks. *NBER Working Papers Series*, n. 7554. Cambridge, MA. February, 2000.

CALVO, Guilherme A.. Balance of payments crises in a cash-in-advance economy. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 19, n. 1, pp. 19-32. Feb., 1987.

CALVO, Guilherme A.; MENDOZA, Enrique G.. Mexico's balance-of-payment crises: a chronicle of a death foretold. *Journal of International Economics*. Vol. 41, pp.235-264, 1996.

CALVO, Guilherme A.; MENDOZA, Enrique G.. Rational contagion and the globalization of securities markets. *Journal of International Economics*. Vol. 51, n. 1, pp. 79-113, 2000.

CALVO, Sara; REINHART, Carmen M.. Capital flows to Latin America: is there evidence of contagion effects? *Policy Research Working Paper* n. 1619. June, 1996.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização e inconversibilidade monetária. *Revista de Economia Política*. Vol. 28, n. 4, pp. 539-556. Outubro-dezembro, 2008.

CARNEIRO, Ricardo. O desequilíbrio do setor público. In: \_\_. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp, 2002a. Cap. 5, p. 179-204.

CARNEIRO, Ricardo. A estabilidade inflacionária: o Plano Real. In: \_\_. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp, 2002b. Cap. 10, p. 357-398.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. The accumulation of international reserves as a defense strategy. *Initiative for Policy Dialogue, working paper series*. April, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.7916/D8CN79R7>. Acesso em: 02 mar. 2020.

CARVALHO, Laura. *Valsa brasileira: do boom ao caos econômico*. Todavia, Ed. 1. São Paulo, 2018.

CHANG, Roberto; VELASCO, Andrés. Financial crises in emerging markets: a canonical model. *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper*, n. 98-10. July, 1998.

CHRISTENSEN, Jens H. E.; GILLAN, James M.. Does quantitative easing affect market liquidity? *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers Series*, n. 2013-26. December, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.24148/wp2013-26>. Acesso em: 18 mar. 2020.

COLE, Harold L.; KEHOE, Timothy J.. A self-fulfilling model of Mexico's 1994-1995 debt crises. *Journal of International Economics*. Vol. 41, pp. 3009-330, 1996.

CORRÊA, Vanessa P.; ALMEIDA FILHO, Niemeyer. Engrenagem macroeconômica: inserção subordinada e custos de reversão da economia brasileira. *Economia-Ensaios*. 16(2)/17(1): 103-135, jul. e dez., 2002.

CORRÊA, Vanessa P.; PEREIRA, Vanessa de P.. Hierarquia das moedas e fluxos de capitais para países periféricos: a vulnerabilidade dessa equação considerando o período pós 2008. In: LASTRES, Helena M.M.; CASSIOLATO, José Eduardo; LAPLANE, Gabriela; SARTI, Fernando (Orgs.). *O futuro do desenvolvimento: ensaios em homenagem a Luciano Coutinho*. IE/Unicamp. Campinas, São Paulo, 2016.

COSETTI, Giancarlo; PESENTI, Paolo; ROUBINI, Nouriel. Paper tigers? A model of the asian crises. *European Economic Review*. Vol. 43, pp. 1211-1236, 1999a.

COSETTI, Giancarlo; PESENTI, Paolo; ROUBINI, Nouriel. What caused the asian currency and financial crises? *Japan and the World Economy*. Vol. 11, pp. 305-373, 1999.

CRUCES, Juan J.; TREBESCH, Christoph. Sovereign default: the price of haircuts. *CESifo working paper* n. 3604. October, 2011.



CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. *Dívida externa, política econômica e padrões de endividamento: a experiência brasileira nos anos setenta*. 1984. 256 f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984. Disponível em: <http://repositorio.unicamp.br/jspui/handle/REPOSIP/285668>. Acesso em: 10 mai. 2020.

CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. *Nova Economia*. Vol. 5, n. 1, pp. 121-144. Belo Horizonte, agosto 1995. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/novaeconomia/article/view/2287>. Acesso em: 10 mai. 2020.

De ALMEIDA, Paulo Roberto. O Brasil e o FMI desde Bretton Woods: 70 anos de história. *Revista Direito GV*. Vol. 10, n. 2, pp. 469-496. São Paulo, jul./dez., 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1808-2432201420>. Acesso em: 12 mar. 2020.

De MEDEIROS, Carlos Aguiar. A influência do salário mínimo sobre a taxa de salários no Brasil na última década. *Economia e Sociedade*. Vol. 24, n. 2, pp. 263-292. Agosto, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2015v24n2art2>. Acesso em: 30 out. 2019.

De PAULA, Luiz Fernando; MODENESI, André de Melo; PIRES, Manuel Carlos C.. The tale of two crises and policy responses in Brazil: a case of (keynesian) policy coordination? *Journal of Post Keynesian Economics*. vol. 37, n. 3, 408-435, 2015.

De PAULA, Luiz Fernando; FRITZ, Bárbara; PRATES, Daniela Magalhães. Keynes at the periphery: currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 40, n. 2, pp. 183-202, 2017. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1080/01603477.2016.1252267>. Acesso em: 11 jun. 2019.

De PAULA, Luiz Fernando; PIRES, Manoel Carlos C.. Crise e perspectivas para a economia brasileira. *Estudos Avançados*. Vol. 31, n. 89. São Paulo, jan./abr. 2017.

DELLAS, Harris; STOCKMAN, Alan. Self-fulfilling expectation, speculative attack, and capital control. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 25, n. 4, pp. 721-730. Nov., 1993.

DOOLEY, Michael P.; A model of crises in emerging markets. *The Economic Journal*. Vol. 110, pp. 256-272. January, 2000.

DOW, Sheila C.. *International liquidity preference and endogenous credit creation*. Department of Economics, University of Stirling. Scotland, UK, 1996. Disponível em: <https://dspace.stir.ac.uk/bitstream/1893/25159/1/1999%20Harvey%20%20Depez%20vol%20internat%20fin,%20pre-publication.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2019.

DRUMOND, Carlos Eduardo; De JESUS, Cleiton Silva. Monetary and fiscal policy interactions in a post keynesian open-economy model. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 39, n. 2, pp. 172-186. 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1080/01603477.2016.1147332>. Acesso em: 02 set. 2019.

EICHENGREEN, Barry; ROSE, Andrew K.; WYPLOSZ, Charles; DUMAS, Bernard; WEBER, Axel. Exchange market mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks. *Economic Policy*. Vol. 10, n. 21, pp. 249-312. Oct., 1995.

ENDERLEIN, Henrik; MULLER, Laura; TREBESCH, Christoph. *Testing the role of politics and institutions in financial crises resolution*. Presented at the Political Economy of International Finance (PEIF) Conference. Claremont, CA, May, 2008.

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela Magalhães; ABOUCHEDID, Saulo. Derivativos de câmbio e relação Banco Central-Tesouro: o caso do Brasil. In: PRATES, Daniela Magalhães; TERRA, Fábio Henrique Bittes (orgs.). *O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros*. Dossiê V da AKB, Associação Keynesiana Brasileira. Julho, 2018.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal. A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central. In: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. 1. ed., Civilização Brasileira. Rio de Janeiro, 2016. Cap. 12, pp. 253-270.

FLOOD, Robert P.; GARBER, Peter M.. Collapsing exchange-rate regimes. *Journal of International Economics*. Vol. 17, pp. 1-13, 1984.

FLOOD, Robert P.; HODRICK, Robert J.. Real aspects of Exchange rate regime choice with collapsing fixed rates. *Journal of International Economics*. Vol. 21, pp. 215-232, 1986.

FLOOD, Robert. MARION, Nancy. Perspectives on the recent currency crises literature. *International Journal of Finance and Economics*. Vol. 4, n. 1, pp. 1-26, 1999.

GELOS, Gaston R.; SAHAY, Ratna; SANDLERIS, Guido. Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access? *Journal of International Economics*. Vol. 83, n. 2, pp. 243-254, 2011.

GOBETTI, Sérgio Wulff; ORAIR, Rodrigo Octávio. Flexibilização fiscal: novas evidências e desafios. *Texto para Discussão n. 2132*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2015. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10419/121674>. Acesso em: 24 mai. 2018.

GOBETTI, Sérgio Wulff; ORAIR, Rodrigo Octávio. Desonerações em alta com rigidez da carga tributária: o que explica o paradoxo do decênio 2005-2014? *Texto para Discussão n. 2117*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). 2017. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10419/121563>. Acesso em: 21 fev. 2020.

GOLDFAJN, Ilan; VALDÉS, Rodrigo. Capital flow and twin crises: the roll of liquidity. *International Monetary Fund Working Paper*, n. 97/87. July, 1997.

GRIFFITH-JONES, Stephany; OCAMPO, José Antônio. *Sovereign wealth funds: a developing country perspective*. Workshop on Sovereign Wealth Funds. London, February, 2008.

HALLAK NETO, João; SABOIA, João. Distribuição funcional da renda no Brasil: análise dos resultados recentes e estimação da conta da renda. *Economia Aplicada*. Vol. 18, n. 3, pp.

483-513. Jul/set., 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1413-8050/ea455>. Acesso em: 30 out. 2019.

HIRATUKA, Célio; SARTI, Fernando. Relações econômicas entre Brasil e China: análise dos fluxos de comércio e investimento direto estrangeiro. *Revista Tempo do Mundo*. Vol. 2, n.1. Janeiro 2016.

JAYME Jr., Frederico Gonzaga; RESENDE, Marco Flávio da Cunha. Crescimento econômico e restrição externa: teoria e experiência brasileira. In: MICHEL, Renaut; CARVALHO, Leonardo (orgs.). *Crescimento Econômico, Setor externo e Inflação*. IPEA, Rio de Janeiro, 2009. Cap. 1, pp. 09-36.

JEANNE, Olivier. Les modèles de crise de change: um essai de synthèse em relation avec la crise du franc de 1992-93. *Économie et Prévision*, n. 123-124, p. 147-162, 1996.

JENKINS, R. The “China effect” on commodity prices and Latin American export earnings. *Cepal Review*, n. 103, 2011.

KAMINSKY, Gabriela L.; REINHART, Carmen M.. On crises, contagion and confusion. *Journal of International Economics*. Vol. 51, n. 1, pp. 145-168, 2000.

KREGEL, Jan A.. Was there an alternative to the Brazilian crises? *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 19, n. 3 (75), July-September, 1999.

KRUGMAN, Paul. A model of balance-of-payment crises. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 11, n. 3, pp. 311-325. Aug., 1979.

KRUGMAN, Paul. Financing vs. Forgiven a debt overhang. *Journal of Development Economics*. 29 253-268. North-Holland, 1988.

KRUGMAN, Paul. What happened to Asia? In: SARO, R. et al. (eds.). *Global Competition and Integration*. 14th chapter, pp. 315-327. Kluwer Academic Publishers, 1999.

KRUGMAN, Paul.. International debt strategies in an uncertain world, in: J. Cuddington and G. Smith, eds., *International debt and the developing countries*. World Bank, Washington, DC, 1985a.

KRUGMAN, Paul.. Prospects for international debt reform, in: UNCTAD, *International monetary and financial issues for the developing countries*. Geneva, 1985b.

LACERDA, Antônio Correa de *et al.* A crise da dívida externa e a crise fiscal do Estado. In: REGO, José Márcio; MARQUES, Rosa Maria (orgs.). *Economia brasileira*. 3. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2006. cap. 12, p. 152-167.

LAVOIE, Marc; FIEBIGER, Brett. Unconventional monetary policies, with a focus on quantitative easing. *European Journal of Economics and Economic Policies: intervention*. Vol. 15, n. 2, pp. 139-146. 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.4337/ejeep.2018.0037>. Acesso em: 18 mar. 2020.

LIBÂNIO, Gilberto. Mr. Bolsonaro e os chineses: uma sugestão de interpretação. *Brazilian Keynesian Review*. Vol. 4, n. 2, p. 300-312. 2nd semester, 2018.

LIBÂNIO, Gilberto. Quem tem medo da China? Análise e implicações para os principais estados brasileiros. *Revista de Economia Contemporânea*. vol. 16, n. 2, p. 259-286. Rio de Janeiro, mai-ago 2012.

LUPORINI, Viviane; De SOUZA, Francisco Eduardo Pires. A política cambial brasileira de facto: 1999-2015. *Estudos Econômicos*. Vol. 46, n. 4. Out./dez, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-416146495v4fs>. Acesso em: 30 out. 2016.

MACEDO e SILVA, Antonio Carlos. O que mostram as demonstrações? Balanços e resultados dos Bancos Centrais. In: Dos SANTOS, Cláudio Hamilton Matos (org.). *Características Estruturais do Sistema Financeiro Brasileiro: um registro da reflexão do IPEA no biênio 2014-2015*. IPEA. Vol. 1. Brasília, 2016. Cap. 3, pp. 113-138.

MAGALHÃES, Luis Carlos Garcia. Arranjo institucional e o custo fiscal da gestão da dívida pública: possibilidades analíticas e relevância empírica. *Boletim de Análise Político-Institucional*, n. 16 (IPEA). Novembro, 2018. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8732>. Acesso em: 10 mai. 2020.

MAGALHÃES, Luis Carlos Garcia; COSTA, Carla Rodrigues. Arranjos institucionais, custo da dívida pública e equilíbrio fiscal: a despesa “ausente” e os limites do ajuste estrutural. *Texto para Discussão*, n. 2403 (IPEA). Rio de Janeiro, agosto 2018. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8594>. Acesso em: 10 mai. 2020.

MASSON, Paul. Multiple equilibria, contagion, and the emergent market crises. *International Monetary Fund*, Working Paper n. 99/164. December, 1999.

McKINNON, Ronald I.; PILL, Huw. International overborrowing: a decomposition of credit and currency risks. *World Development*. Vol. 26, n. 7, pp. 1267-1282, 1998.

MENDES, Marcos. A Lei 11.803/2008 e a relação financeira Tesouro – Banco Central. *Texto para discussão n. 189*. Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa – Senado Federal, Brasília. Fevereiro, 2016a.

MENDES, Marcos. Depósito remunerado no Banco Central: avanço institucional ou contabilidade criativa? *Boletim Legislativo n. 45*. Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa – Senado Federal, Brasília. Março, 2016b.

OBSTFELD, Maurice. Speculative attack and the external constraint in a maximizing model of the balance of payments. *The Canadian Journal of Economics*. Vol. 19, n. 1, pp. 1-22. February, 1986.

OBSTFELD, Maurice. The logic of currency crises. In: EICHENGREEN, B. et. al (eds.). *Monetary and Fiscal Policy in a Integrated Europe*, pp. 62-90. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 1995.

OBSTFELD, Maurice; TAYLOR, Alan. Globalization in capital markets: the long run evidence. In: \_\_\_\_\_. *Global capital markets: integration, crises and growth*. Cambridge, University Press. New York, 2004. Cap. 2, p. 34-87.

OCAMPO, José Antonio. *International assymetries and the design of international financial system*. Serie Temas de Coyuntura, n. 15. CEPAL: Santiago, Chile. Abril, 2001.

OCAMPO, José Antônio. La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana. *Revista de la Cepal*. N. 93, pp. 7-29. 2007. Disponível em: <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/11219>. Acesso em: 17 mar. 2020.

OREIRO, José Luiz. A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. *Estudo Avançados*. Vol. 31, n. 89. São Paulo, jan./abr. 2017.

OREIRO, José Luis. Do tripé macroeconômico ao fracasso da nova matriz: a evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999-2014). *Revista Politika*, 2015. Disponível em: [https://www.researchgate.net/profile/Joseluis\\_Oreiro/publication/277234315\\_Do\\_Tripe\\_Macroeconomico\\_ao\\_Fracasso\\_da\\_Nova\\_Matriz/links/5564986a08ae94e957204d5d.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Joseluis_Oreiro/publication/277234315_Do_Tripe_Macroeconomico_ao_Fracasso_da_Nova_Matriz/links/5564986a08ae94e957204d5d.pdf). Acesso em: 03 out. 2018.

OREIRO, José Luiz; D'Agostini, Luciano. *From Lula growth spectacle to the great recession (2003-2015): lessons of the management of the macroeconomic tripod and macroeconomic challenges for restoring economic growth in Brazil*. Workshop "Central Bank in Latin America: in search for stability and development". Pontifical Catholic University of Lima, Peru. May, 2016.

PALLEY, Thomas I. Quantitative easing: a keynesian critique. *Investigación Económica*. Vol. 70, n. 277, pp. 69-86. Julio-septiembre, 2011. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/42779200>. Acesso em: 18 mar. 2020.

PANIZZA, Ugo; STURZENEGGER, Federico; ZETTELMEYER, Jeromin. The economics and law of sovereign debt and default. *Journal of Economic Literature*. Vol. 47, n.3, pp. 651-698, 2009.

PAULINO, Luís Antonio. O Plano Real e os dois governos de Fernando Henrique Cardoso (1995-1998/1999-2002). In: PIRES, Marcos Cordeiro (org.). *Economia brasileira: da colônia ao governo Lula*. São Paulo: Editora Saraiva, 2010. cap. 10, p. 281-310.

PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Estudo Especial n. 3*. Instituição Fiscal Independente. Outubro, 2017.

PELLEGRINI, Josué Alfredo. Os efeitos fiscais do uso das reservas internacionais. *Nota Técnica n. 20*. Instituição Fiscal Independente. Agosto, 2018.

PENATI, Alessandro; PENNACCHI, Geroge. Optimal portfolio choice and the collapse of a fixed-exchange rate regime. *Journal of International Economics*. Vol. 27, pp. 1-24, 1989.

PESENTI, Paolo; TILLE, Cédric. The economics of currency crises and contagion: an introduction. *Economic Policy Review*. Vol. 6, n. 3. September, 2000. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=870470>. Acesso em: 03 de out. de 2018.

PIRES, Manoel Carlos C.. Política econômica e estabilização: uma breve análise da recessão brasileira. *Brazilian Keynesian Review*. Vol. 2, n. 2. Second semester 2016.

PRATES, Daniela M.. A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes. *Texto para Discussão*, n. 133. IE/Unicamp, set., 2007.

PRATES, Daniela M.. *Crises financeiras dos países “emergentes”*: uma interpretação heterodoxa. 2002. 205 f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002. Disponível em: <http://www.repositorio.unicamp.br/handle/REPOSIP/285473>. Acesso em: 02 ago. 2018.

PRATES, Daniela Magalhães; BLIKSTAD, Nicholas. A relação entre a política monetária e a gestão da dívida pública mobiliária no México: lições para o Brasil. *Brazilian Keynesian Review*. Vol. 3, n. 2, pp. 56-81. Second semester, 2017.

PRATES, Daniela Magalhães; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. *Texto para Discussão*, n. 137. IE/Unicamp. Outubro, 2007.

RADELET, Steven; SACHS, Jeffrey. The onset of the east asian financial crises. *NBER Working Paper Series*, n. 6680. Cambridge, MA. August, 1998.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha; AMADO, Adriana. Liquidez internacional e ciclo reflexo. *Revista de Economia Política*. Vol. 27, n. 1, pp. 41-59. Janeiro/março, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572007000100003>. Acesso em: 07 jun. 2017.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha; TERRA, Fábio Henrique Bittes. Economic and social policies inconsistency, conventions, and crises in the Brazilian economy, 2011-2016. In: ARESTIS, Philip; TRONCOSO, Baltar C.; PRATES, Daniel Magalhães (orgs.). *The Brazilian economy since the great financial crises of 2007/2008*. Palgrave Macmillan, Cham, 2017. cap. 9, pp. 245-272.

RICKETTS, Lowell R.. Quantitative easing explained. *Economic Information Newsletter (Liber8)*. April, 2011. Disponível em: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/pageone-economics/uploads/newsletter/2011/201104.pdf>. Acesso em: 18 mar. 2020.

ROCHON, Louis Philippe; SETTERFIELD, Mark. Interest rates, income distribution, and monetary policy dominance: post keynesians and the “fair rate” of interest. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 30, n. 1. Fall, 2007.

ROCHON, Louis Philippe. In pursuit of the holy grail: monetary policy, the natural rate of interest, and quantitative easing. *Studies in Political Economy*. Vol. 97, n. 1, p. 87-94. 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/07078552.2016.1174466>. Acesso em: 19 mar. 2020.

RODRIK, Dani. What’s so important about China’s export? *National Bureau of Economic Research working paper* n. 11947. Cambridge, MA, January 2006.

ROWTHORN, R. E.. Conflict, inflation and Money. *Cambridge Journal of Economics*. Vol. 1, n. 3, pp. 215-239. September, 1977. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/23596632>. Acesso em: 13 dez. 2019.

SABOIA, João; HALLAK NETO, João. *Economia e Sociedade*. Vol. 27, n. 1, pp. 265-285. Abril, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v27n1art9>. Acesso em: 30 out. 2019.

SACHS, J.. *The debt overhang problem of developing countries*, Paper presented at the conference in memorial to Carlos Diaz-Alejandro, Helsinki, August 1986.

SACHS, J.. *Theoretical issues in international borrowing*, Princeton Studies in International Finance 54, 1984.

SACHS, Jeffrey; TORNELL, Aarón; VELASCO, Andrés. The Mexico peso crises: sudden death or death foretold? *Journal of International Economics*. Vol. 41, pp. 265-283, 1996.

SALANT, Stephen W.; HENDERSON, Dale W. Market anticipation of government policy and the price of gold. *Journal of Political Economy*. Vol. 86, pp. 627-648. August, 1978.

SALTO, Felipe; AFONSO, José Roberto; BIASOTO Jr. Geraldo; KOHLER, Marcos. As duas dimensões do ajuste fiscal. *Texto para Discussão*, n. 262 (IE-Unicamp). Dezembro, 2015. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/3439/TD262.pdf>. Acesso em: 10 mai. 2020.

SALTO, Felipe; RIBEIRO, Leonardo. Operações compromissadas, gosto de subdesenvolvimento. *Valor Econômico*, 2015 Disponível em: <https://www.valor.com.br/opiniao/4083296/operacoes-compromissadas-gosto-de-subdesenvolvimento>. Acesso em: 17 abr. 2019.

SANTIAGO, Saulo Quadros. A vulnerabilidade externa brasileira no regime cambial de flutuação suja. *Texto para discussão 2321*. IPEA, Rio de Janeiro, agosto 2017. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8040> . Acesso em: 03 out. 2018.

SCHNEIDER, Martin; TORNELL, Aaron. Balance sheet effects, bailout guarantees and financial crises. *Review of Economics Studies* Vol. 71, n. 3, pp. 883-913. July, 2004.

SERRANO, Franklin; SUMMA, Ricardo. Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. In: Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. 4., 2011, Rio de Janeiro. *Painéis...* Rio de Janeiro: AKB, 2011. Disponível em: <http://www.excedente.org/wp-content/uploads/2014/11/Serrano-Summa-2011-AKB.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2019.

SETTERFIELD, Mark. Balancing the macroeconomic books on the backs of workers: a simple analytical political economy model of contemporary U.S. capitalism. *International Journal of Political Economy*. Vol. 35, n. 3, pp. 46-63. Fall, 2006. Disponível em: <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916350303>. Acesso em: 31 out. 2019.

TAYLOR, Alan. The future of international liquidity and the role of China. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 25, n. 2. Spring, 2013.

TAYLOR, John B.. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. Vol. 39, pp. 195-214. December, 1993.

TOMZ, Michael; WRIGHT, Mark L.J.. Empirical research on sovereign debt and default. *Annual Review of Economics*. Vol. 5, pp. 247-272. August 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-061109-080443>. Acesso em: 03 out. 2018.

VERA, Leonardo. The simple post keynesian monetary policy model: an open economy approach. *Review of Political Economy*. Vol. 26, n. 4, pp. 526-548. 2014. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1080/09538259.2014.969547>. Acesso em: 01 out. 2017.

WERNECK, Rogério L. Furquim. Poupança estatal, dívida externa e crise financeira do setor público. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro, vol. 16, n. 3, p. 551-574, dez. 1986. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/6030>. Acesso em: 16 set. 2018.

WILLMAN, Alpo. The collapse of the fixed Exchange rate regime with sticky wages and imperfect substitutability between domestic and foreign bonds. *European Economic Review*. Vol. 32, pp. 1817-1838, 1988.

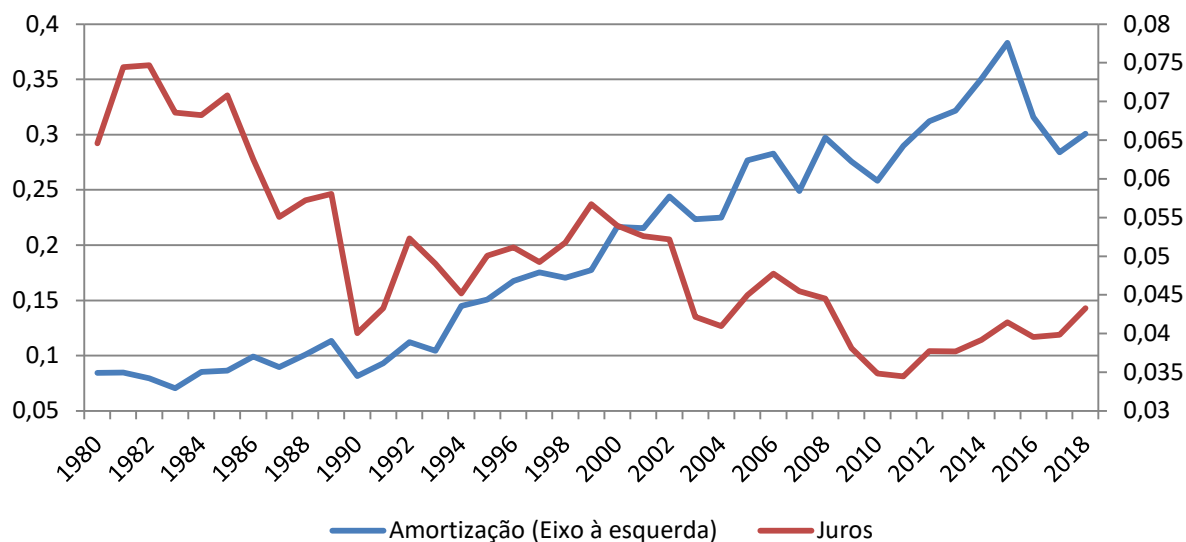
WYPLOSZ, Charles. Capital controls and balance of payments crises. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 5, pp. 167-179, 1986.



## APÊNDICE

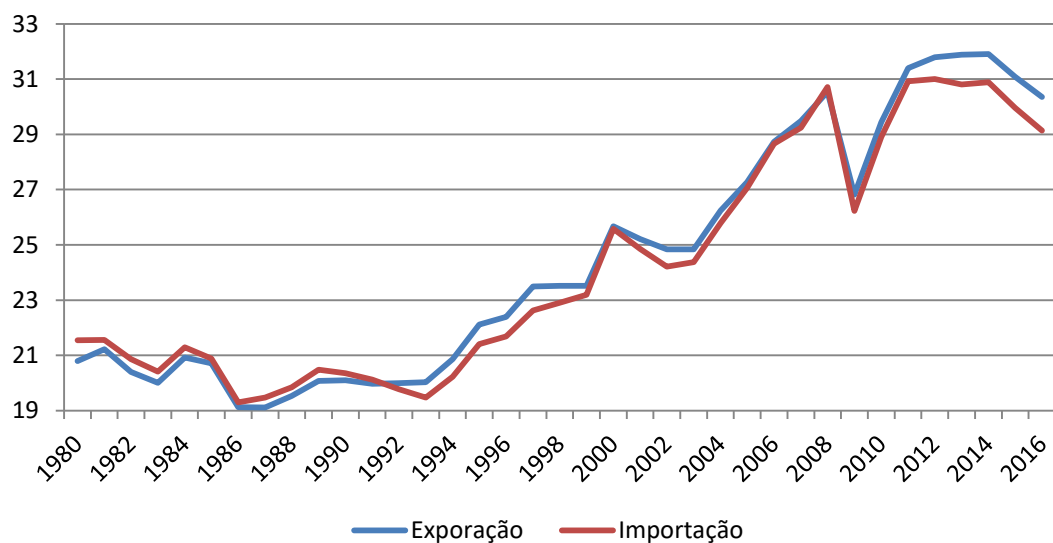
### Apêndice A

Gráfico 50 – Amortização e Juros (% Total da Dívida Externa), 1980-2018



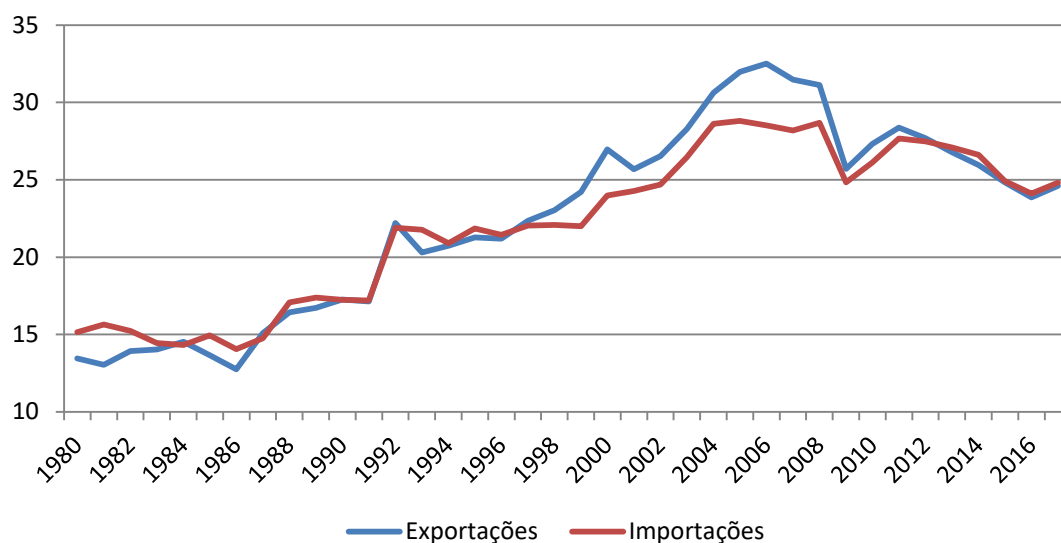
Fonte: Elaboração própria. Dados do *World Economic Outlook October 2018*.

Gráfico 51 – Exportações e importações de bens e serviços de países de alta renda (%PIB), 1980-2016



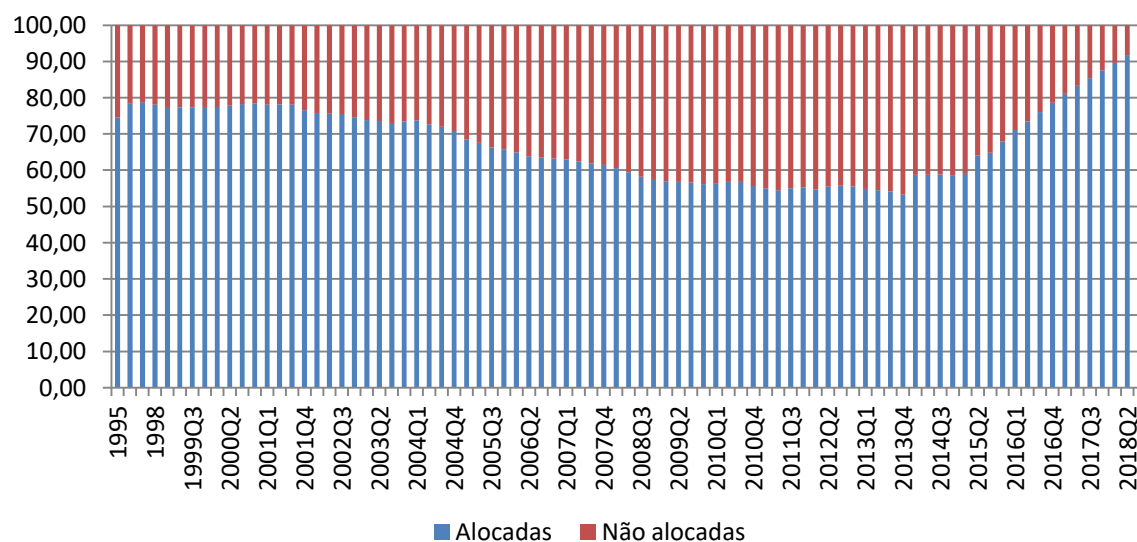
Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Mundial.

Gráfico 52 – Exportações e importações de bens e serviços, países de média e baixa renda (%PIB), 1980-2017



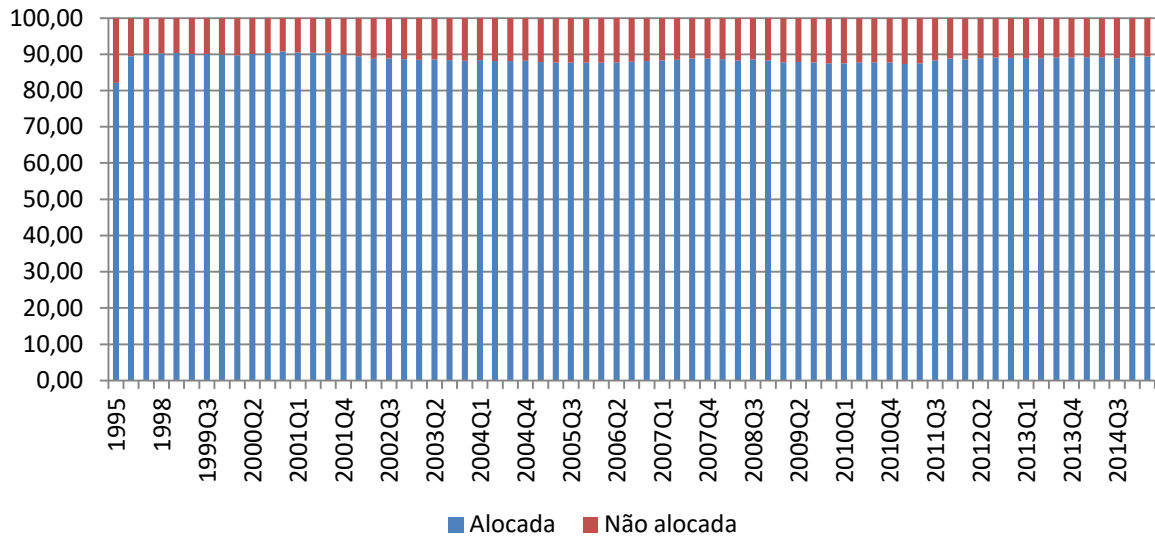
Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Mundial.

Gráfico 53 – Alocação das Reservas Internacionais (% Total mundial), 1995-2018



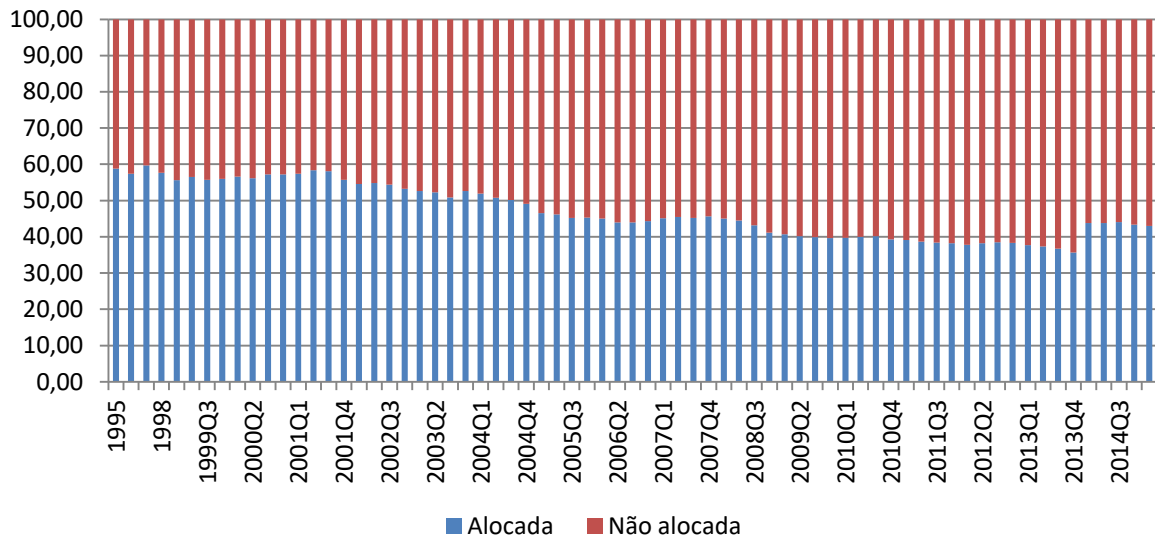
Fonte: Elaboração própria. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, *International Financial Statistics (IFS)*.

Gráfico 54 – Alocação das Reservas Internacionais (% Total para países avançados), 1995-2018



Fonte: Elaboração própria. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), International Financial Statistics (IFS)*.

Gráfico 55 – Alocação das Reservas Internacionais (% Total para países emergentes e em desenvolvimento), 1995-2018



Fonte: Elaboração própria. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), International Financial Statistics (IFS)*.

## Apêndice B

### **“Desdolarização” do passivo externo e redução da vulnerabilidade financeira externa**

De acordo com Biancarelli (2016), ater-se apenas aos indicadores de endividamento induz a uma avaliação incompleta da condição externa de uma economia. Isso porque os compromissos externos assumidos por um país transcendem o endividamento, apenas. De modo que, do ponto de vista do passivo externo, a dívida externa é apenas um dos elementos constituintes. Diante disso, pretende-se aprofundar a análise na posição dos investimentos internacionais brasileiros de modo a obter mais fatores que corroborem com a presente tese. O principal deles é o processo de “desdolarização” do passivo externo brasileiro.

A Tabela 8 (que detalha melhor os passivos externos) traz as rubricas mais pertinentes à análise que estamos fazendo aqui. Observa-se, primeiramente, que os passivos externos da economia brasileira são maiores que os ativos externos, o que exprime uma posição de investimento internacional negativa. Esse elemento indica que a situação externa brasileira deve ser olhada com cautela. Não obstante, se olhados detalhadamente, os dados revelam que a situação externa brasileira apresentou melhora considerável, do ponto de vista dos estoques e não apenas dos fluxos, entre as décadas de 2000 e 2010.

A Tabela 9 deixa essa evolução mais clara. Ao longo dos anos, entre 2002 e 2018, os ativos externos brasileiros cresceram a taxas mais altas, em média, do que os passivos externos, 13,83% e 10,56%, respectivamente.

Outro dado, ainda mais relevante, diz respeito à “desdolarização” do passivo externo brasileiro, isto é, a virtude de carregar, em seu balanço, passivos externos em moeda doméstica. Dois indicadores da Tabela 9 dão a medida desse movimento de redução da parcela do passivo externo denominado em dólar. O primeiro indicador mostra a participação dos investimentos em carteira denominados em moeda doméstica em relação ao total dessa rubrica. Compreendem-se, nesse indicador, os investimentos em ações e em títulos de renda fixa. A parcela dessas duas modalidades de investimento realizadas no mercado doméstico salta de quase 10%, em 2001, para pouco mais de 66%, em 2018. Há, portanto, uma variação de, aproximadamente, 56 p.p. No ápice da crise econômica brasileira, essas participações

eram de 63,81%, em 2015, e 65,65%, em 2016, logo, maiores do que a participação média do período, de 43,41%.

O segundo indicador mostra a participação do passivo externo total em moeda doméstica no estoque de passivo externo total. Aqui, além das modalidades de investimento em carteira realizado no mercado interno, contabiliza-se também o estoque de investimento direto em sua modalidade “participação no capital”. O movimento que se vê é de elevação do percentual do estoque de passivo externo denominado em real, de 32,62%, em 2001, para mais de 56%, em 2018, ou seja, uma variação positiva de mais de 23 p.p. Nesse caso, também, a média do período (50,30%) encontra-se abaixo dos percentuais observados em meio à crise econômica brasileira: 50,36%, em 2015, e 56,24%, em 2016.

Assim, mostra-se que o perfil dos estoques e a evolução apresentada configuram-se em uma ampliação da proteção do setor externo da economia brasileira. Além da maior taxa de crescimento do estoque de ativos externos *vis-à-vis* o estoque de passivos, no período analisado, o processo de “desdolarização” do passivo externo se apresenta como o principal fator para modificar o nível de vulnerabilidade externa. Isso porque, uma vez que o passivo esteja denominado em moeda doméstica, o “risco cambial” se transfere para os credores internacionais, o que inibe a fuga de capitais de curto prazo (investimentos em carteira, em especial). A intuição é que, diante de uma desvalorização da moeda doméstica, os ativos detidos pelos investidores externos têm seus preços depreciados, em dólares. Nesse sentido, a redução da dolarização do passivo externo brasileiro é importante para a redução da vulnerabilidade financeira externa (BIANCARELLI, 2015, 2016).

Tabela 8 – Posição internacional de investimento, ativos e passivos externos: Brasil (Milhões US\$), 2001-2018

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>POSIÇÃO DE INVEST. INTERNACIONAL</b>	-261.83	-227.08	-267.16	-281.49	-299.22	-349.89	-495.45	-243.10	-559.11	-906.16	-820.35	-794.82	-723.91	-705.91	-374.68	-566.63	-645.26	-594.29
<b>ATIVO EXTERNO</b>	108.87	114.60	136.48	161.37	182.03	253.51	394.37	421.65	475.80	579.22	650.57	739.04	759.74	822.72	808.35	829.66	877.85	875.52
<b>PASSIVO EXTERNO</b>	370.71	341.68	403.64	442.86	481.25	603.41	889.83	664.75	1.034.9	1.485.3	1.470.9	1.533.8	1.483.6	1.528.6	1.183.0	1.396.3	1.523.1	1.469.8
<b>Investimento direto no país</b>	121.94	100.86	132.81	161.25	181.34	220.62	309.66	287.69	400.80	682.34	695.50	731.17	724.78	725.87	568.22	703.32	767.75	737.89
Participação no capital	105.81	83.884	112.33	142.45	162.80	193.83	262.39	223.12	321.43	587.20	589.59	603.47	550.63	518.11	362.51	480.98	539.91	499.29
Operações inter companhia	16.133	16.978	20.484	18.808	18.537	26.783	47.276	64.570	79.372	95.137	105.91	127.70	174.14	207.75	205.71	222.34	227.84	238.60
<b>Investimento em carteira</b>	151.58	135.03	165.44	184.16	231.89	304.24	482.79	264.69	522.70	646.49	584.76	603.94	554.29	526.38	365.60	463.56	536.21	494.80
Ações	36.910	27.249	53.138	77.261	125.53	191.51	363.99	149.60	376.46	441.61	360.78	357.23	305.23	259.85	143.90	239.22	315.85	304.50
<i>Negociadas merc. doméstico</i>	13.386	8.394	17.828	27.118	50.394	82.994	165.70	71.350	205.15	254.19	217.98	231.31	203.42	181.43	109.36	177.13	231.15	220.80
<i>Negociadas merc. externo</i>	23.524	18.855	35.310	50.143	75.138	108.52	198.29	78.258	171.30	187.42	142.79	125.92	101.81	78.417	34.545	62.091	84.703	83.693
Título de dívida	114.67	107.78	112.30	106.90	106.35	112.72	118.79	115.08	146.24	204.87	223.98	246.70	249.06	266.52	221.69	224.33	220.36	190.30
<i>Negociadas merc. doméstico</i>	1.746	2.378	2.529	2.555	4.596	18.163	21.050	26.484	55.896	100.73	100.31	114.76	134.69	152.10	123.94	127.19	121.95	106.56
<i>Negociadas merc. externo</i>	112.92	105.40	109.77	104.34	101.76	94.565	97.748	88.602	90.346	104.14	123.66	131.94	114.37	114.42	97.754	97.137	98.406	83.749
<b>Derivativos</b>	45	250	125	320	219	445	1.771	2.450	3.413	3.781	4.678	3.028	6.296	37.984	12.219	250	250	250
<b>Outros invest.</b>	97.137	105.54	105.26	97.126	67.798	78.107	95.598	109.91	107.99	152.76	185.98	195.72	198.27	238.39	236.99	229.16	218.89	236.86

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Nota: organização dos dados inspirada em Biancarelli (2016); dados do quarto trimestre de cada ano.

Tabela 9 – Evolução dos estoques de ativos e passivos externos; indicadores (%), 2001-2018

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Média	2001-2018 (p.p.)
Taxa cresc. ativo externo	-	5,26	19,08	18,23	12,80	39,27	55,56	6,91	12,84	21,73	12,31	13,59	2,80	8,28	-1,74	2,63	5,80	-0,26	<b>13,83</b>	-
Taxa cresc. passivo externo	-	-7,82	18,13	9,71	8,66	25,38	47,46	-25,29	55,68	43,52	-0,97	4,27	-3,27	3,03	-22,60	18,02	9,08	-3,49	<b>10,56</b>	-
Passivo em carteira (R\$)/Passivo tot. carteira	9,98	7,97	12,30	16,11	23,71	33,24	38,68	36,96	49,94	54,90	54,43	57,30	60,99	63,36	63,81	65,65	65,85	66,16	<b>43,41</b>	<b>56,18</b>
Passivo total (R\$)/Passivo total	32,62	27,70	32,87	38,86	45,25	48,88	50,47	48,282	56,28	63,42	61,72	61,90	59,90	55,71	50,36	56,24	58,63	56,24	<b>50,30</b>	<b>23,62</b>

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Nota: taxas de crescimento nominal.

## Apêndice C

Para  $BP = \alpha$ , tem-se:

$$\sigma_1 q + \sigma_2 p^c - \sigma_3 r^i = \alpha$$

Daí, surgem duas situações:

Se  $\alpha > 0$ , então

$$q^+ = \frac{\alpha + \sigma_3 r^i - \sigma_2 p^c}{\sigma_1};$$

Se  $\alpha < 0$ , então

$$q^- = \frac{\sigma_3 r^i - \sigma_2 p^c + \alpha}{\sigma_1}.$$

Diante disso, duas condições devem valer, uma vez que a intuição econômica define a taxa de câmbio real, matematicamente, em domínio positivo:

Para  $BP = 0$ ,  $\sigma_3 r^i - \sigma_2 p^c > 0$ ;

Para  $BP = \alpha$ ,  $\sigma_3 r^i - \sigma_2 p^c + \alpha > 0$ .

Assim, sob a hipótese de ausência do equilíbrio do  $BP$  e, conseqüentemente, de meta de taxa de câmbio real:

$$\alpha > 0 \Rightarrow \sigma_3 r^i - \sigma_2 p^c < \sigma_3 r^i - \sigma_2 p^c + \alpha ;$$

$$\alpha < 0 \Rightarrow \sigma_3 r^i - \sigma_2 p^c > \sigma_3 r^i - \sigma_2 p^c + \alpha, \text{ de modo que } q^- < q^T < q^+.$$



## Apêndice D

### **Relação entre TN e BC: outra questão importante envolvendo as operações compromissadas<sup>1</sup>**

Mas, além da relação entre o acúmulo de reservas e a base monetária, que leva a maiores saldos de operações compromissadas, há a relação entre a atuação do TN no mercado primário de títulos públicos e a base monetária. Deduz-se, daí, a relação implícita entre as operações compromissadas e o endividamento público, por meio do indicador da DBGG. O que se observa com isso, e será nosso argumento, é que se estabelece um vínculo entre a política monetária e a política fiscal, que impede, diante de situação e conjuntura favorável para tal, a redução do endividamento público brasileiro.

Primeiramente, precisamos nos familiarizar com os conceitos de emissão líquida de títulos e resgate líquido de títulos e suas implicações para a liquidez da economia e para atuação da autoridade monetária. Quando o TN emite mais títulos do que ele resgata no mercado primário, o que ocorre é a emissão líquida de títulos. Nessa circunstância, há maior atração de recursos por parte do TN direcionada à conta única. Essa dinâmica reduz a liquidez do mercado a patamares abaixo daqueles desejados pelo BCB, tendo em vista seus parâmetros de meta SELIC e inflação. Assim, a autoridade monetária, a fim de manter o nível de liquidez original – anterior à atuação do TN no mercado primário –, injeta liquidez no mercado, reduzindo o saldo das operações compromissadas no passivo das “operações de política monetária” do BCB e elevando o passivo da base monetária nos “fatores autônomos”<sup>2</sup>.

Quando ocorre do TN resgatar mais títulos do que ele emite no mercado primário, há o que se chama resgate líquido de títulos. Esse movimento proporciona redução do saldo da Conta Única do Tesouro e, naturalmente, afeta a base monetária, elevando-a. Logo, o aumento de liquidez do mercado, fruto desse movimento, é combatido pelo BCB através do aumento do saldo de compromissadas, e, por conseguinte, da redução da base monetária.

Em circunstâncias nas quais o governo realiza superávits primários – um dos balizadores do TM – e eleva seu saldo da Conta Única, ele encontra dificuldades de reduzir seu estoque de

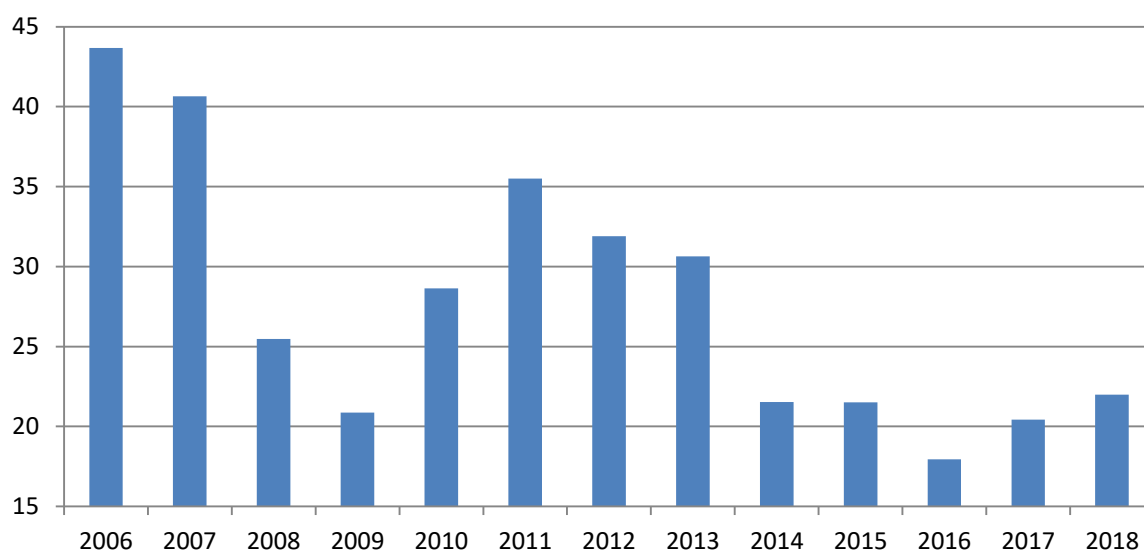
---

<sup>1</sup> Essa discussão está baseada em Mendes (2016a).

<sup>2</sup> Para mais detalhes da estrutura genérica do balanço de Bancos Centrais, ver Macedo e Silva (2017).

endividamento devido a uma restrição de política monetária. Como vimos acima, o resgate líquido de títulos eleva o nível de liquidez da economia. Dado o patamar de liquidez condizente com os parâmetros do RMI, a elevação da liquidez a patamares que extrapolem esses parâmetros não é tolerada pela autoridade monetária, que age para reverter o processo através das operações compromissadas. Como vimos anteriormente, as operações compromissadas constituem, no caso de redução de liquidez do sistema, a venda de título público com a promessa de recompra em um prazo curto de tempo. Sendo assim, enxugar a liquidez advinda de resgate líquido de títulos por parte do TN significa, na média, trocar dívida de melhor perfil por dívida de perfil pouco recomendado<sup>3</sup>. Em outras palavras, seria a troca de dívida indexada por índices relativamente vantajosos para o devedor – no caso, o Estado – e com prazos de vencimento mais longos, por dívida de curtíssimo prazo e prefixada pela SELIC, características da compromissada (GRÁFICO 56).

Gráfico 56 – Prazo médio a decorrer das operações compromissadas (dias úteis), 2006-2018



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil.

Nota: Média anual calculada a partir da média mensal.

Em linhas gerais, esse cenário vigorou no Brasil de 2006 até 2014. Ou seja, nesse período, convivemos com resgates líquidos de títulos públicos por parte do TN através dos recursos provenientes dos superávits primários alcançados até 2014, momento a partir do qual o

<sup>3</sup> Na verdade, a relação de troca da dívida não é exatamente de um para um, isto é, reduzir a liquidez proveniente do resgate líquido de títulos no mercado primário não significa, necessariamente, realizar operações compromissadas no mesmo montante de endividamento e, sim, num montante menor, de forma que o saldo líquido seja de redução do endividamento. Todavia, será menor do que a redução que haveria sem o endividamento advindo das compromissadas.

resultado primário se inverteu. Com isso, os resgates líquidos tornaram-se emissões líquidas do TN no mercado primário. Nessa linha,

As operações primárias com títulos públicos correspondem ao fator que, individualmente, mais afetou a base monetária, no caso, na direção expansionista, vale dizer, houve resgates líquidos em todos os anos do período coberto até 2014. [...] o efeito expansionista dessas operações chegou a R\$ 709,8 bilhões, no acumulado de 2006 a agosto de 2017, acima dos efeitos advindos da aquisição de reservas internacionais (R\$ 505 bilhões) e dos juros acumulados (R\$ 648,5 bilhões). [...] até 2014, o efeito acumulado desde 2006 era de R\$ 873,7 bilhões, e passou a cair de 2015 em diante, com emissões líquidas de títulos públicos no mercado primário, justamente quando a conta única passou a ser expansionista (PELLEGRINI, 2017, p. 23).

O que se aponta em relação a isso é que o Tesouro teria adotado uma estratégia equivocada. O correto teria sido adotar uma postura coordenada com o BCB, no sentido de auxiliá-lo com o objetivo da política monetária. Para tal, deveria ter financiado a aquisição das reservas através de sua operação no mercado primário, fazendo o papel de esterilizador com dívida de melhor perfil. A crítica é que, além de não ter tomado tal atitude, ainda sobrecarregou o BCB e as operações compromissadas, fazendo, como discutimos acima, resgates líquidos de títulos nesse mesmo período de elevação de reservas. Assim, o argumento é que o TN não deveria ter realizado os resgates líquidos com os superávits primários, mas, sim, realizado emissões líquidas para esterilizar a compra de reservas por parte do BCB, embora essa seja, de fato, função do BCB.

O que estamos propondo aqui segue outra via. Não é difícil perceber que o que está implícito no argumento acima é, estritamente, a hierarquia suposta no TM. A crítica revelada vai à direção de uma melhor operacionalidade da política monetária, o que não é um erro, mas não abre discussão sobre os parâmetros preestabelecidos da atual política monetária. Em outras palavras, diante de uma situação que foi além de um caráter conjuntural, 2006 a 2012, a flexibilização ou reparametrização do regime de metas foi sequer colocada em discussão. Isso se torna, em nosso entendimento, ainda mais incompreensível diante do panorama internacional e das condições do setor externo, que procuramos detalhar no capítulo 2, e o quadro doméstico da economia brasileira, detalhado nas seções anteriores do presente capítulo.

A importância dessa discussão tem outra razão. Como vimos, as operações compromissadas tem uma participação importante e não desprezível na DBGG. Isto é, ela possui significância

na determinação desse indicador de endividamento. Um pior indicador de endividamento pode inibir um governo a utilizar da política fiscal em momentos necessários de recessão ou crise. A partir de 2015, ano de crescimento negativo e confirmação de prognósticos negativos para a economia brasileira que já davam sinais de confirmação, e, pelo menos, desde 2014, a política fiscal brasileira tomou outro rumo, permanecendo em 2016 e nos anos seguintes. Essa mudança foi sinalizada pela posse do ministro da fazenda Joaquim Levy. Os dados e as projeções quanto aos gastos, receitas e resultados primários do governo levaram a essa mudança de rumo. Isso porque há a preocupação com a trajetória do endividamento público, mais do que com seu patamar.

Ocorre que, em nosso entender, essa preocupação por parte das autoridades só chegou a essas proporções devido ao patamar de endividamento já estabelecido. E como foi observado, as operações compromissadas, logo, a política monetária, têm significativa participação no nível de endividamento. Dessa forma, entendemos que políticas fiscais e investimento público seriam necessários e teriam tido maior probabilidade de serem operacionalizados se uma situação fiscal mais favorável para isso estivesse posta. Sendo assim, o que estamos chamando de “flexibilização” da política monetária teria dois canais de atuação: (i) proporcionar uma política de juros mais condizente com a situação internacional e local em momentos de crise; (ii) “aliviar” o lado fiscal, no sentido de propiciar mais liberdade para política fiscal anticíclica.

De fato, mexer, de forma discricionária, com as metas estabelecidas não é bem visto em alguns círculos e correntes da teoria econômica. Mas, em casos específicos, como se apresenta este fato abordado, nesta tese, de trajetória de alta liquidez com recessão econômica na ponta, essa é uma proposta que pode ser considerada e não tem sido colocada como opção.

A pergunta que cabe é: há alternativa às operações compromissadas? Em geral, as alternativas que têm sido colocadas sugerem a criação, por parte do BCB, de um depósito remunerado (FERREIRA, 2016; MENDES, 2016b)<sup>4</sup>; ou, em linha similar, a utilização de “depósitos de regulação monetária”, como os utilizados pelo *Banxico*, o BC mexicano (PRATES; BLIKSTAD, 2017). Não se pode perder de vista, e nisso o capítulo 1 desta tese tem função

---

<sup>4</sup> Mendes (2016) estabelece uma condição para a viabilização dessa possibilidade, que é a de não haver possibilidade de financiamento indireto ao TN por parte do BCB. Em linhas gerais, essa condição implicaria em mudar o sistema de transferência de lucros da autoridade monetária ao ente fiscal.

fundamental, o baixo grau de autonomia de política econômica da periferia e da inserção assimétrica no SMFI. Enfim, o que parece é que as alternativas ainda são incipientes e carecem de mais reflexão sobre essa questão.