

Abertura Financeira e Endividamento Externo dos Países Periféricos: uma Análise do Caso Brasileiro

Financial Openness and External Indebtedness of Peripheral Countries: an Analysis of the Brazilian Economy

Glenda Nunes Gomes^a

Diogo Daniel Bandeira de Albuquerque^b

Luiz Paulo Fontes de Rezende^c

Resumo: Este trabalho tem como objetivo verificar a existência de associação entre a abertura financeira da economia brasileira e o endividamento externo do país. A metodologia utiliza um modelo VAR para medir as interações entre as seguintes variáveis: dívida externa bruta, índice de abertura financeira, índice de globalização econômica, saldo da conta financeira, taxa de câmbio e taxa de juros no período de 1990 a 2015. Os resultados indicam uma significativa interação entre as variáveis: dívida externa bruta e abertura financeira. A dívida responde positivamente aos choques em todas as variáveis, demonstrando que o grau de vulnerabilidade externa do Brasil aumentou frente às crises econômicas após a abertura financeira.

Palavras-chave: Dívida Externa; Abertura Financeira; Brasil; VAR.

Classificação JEL: E44, F36, F60, G01.

Abstract: This article aims to verify the existence of an association between the financial openness of the Brazilian economy and the country's foreign indebtedness. The methodology uses a VAR model to measure the interactions between the following variables: Gross external debt, financial opening index, economic globalization index, financial account balance, exchange rate and interest rate, for the period ranging from 1990 to 2015. The results indicate that there is a significant interaction between the variables gross external debt and financial opening. Debt responds positively to shocks in all variables, demonstrating that the degree of external vulnerability of Brazil has increased in the face of economic crises after the financial openness.

Keywords: External Debt; Financial Openness; Brazil; VAR.

JEL Classification: E44, F36, F60, G01.

^a Economista pela Universidade Estadual de Montes Claros (UNIMONTES).

E-mail: glenda_nunes@hotmail.com.br.

^b Professor da Universidade Estadual de Montes Claros (UNIMONTES).

E-mail: diogo.albuquerque@unimontes.br.

^c Professor da Universidade Estadual de Montes Claros (UNIMONTES) e da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). E-mail: luiz.rezende@unimontes.br.

1. Introdução

O processo de abertura financeira iniciado no Brasil a partir de 1990 trouxe algumas implicações para a economia. Dentre elas, o aumento do fluxo de capitais estrangeiros. Diante disso, objetivo deste trabalho é avaliar se o movimento de abertura da economia brasileira influenciou o aumento da dívida externa do país.

Devido ao fato de o Brasil ser um país periférico que passou por um processo de abertura financeira, acredita-se que as altas taxas de juros do país são atrativas para o ingresso de capitais estrangeiros, e isso pode influenciar o aumento da dívida. Desta forma, supõe-se que a abertura financeira do Brasil, a partir da década de 1990, tem influenciado, em alguma medida, o aumento da dívida externa do país.

Esta pesquisa é exploratória-descritiva, pois conta com referencial teórico com a finalidade de aprofundar os conhecimentos acerca da globalização e abertura das economias, bem como descrição dos fatos já ocorridos na economia brasileira. Além disso, trata-se de uma pesquisa analítica, porque analisa algumas variáveis no contexto da abertura financeira do Brasil (ANDRADE, 2010). Para análise de dados, foi feito um modelo de autorregressão vetorial (VAR) com as seguintes variáveis: dívida externa bruta, taxa de câmbio, índice de abertura financeira e saldo da conta financeira.

Este trabalho está dividido em seis seções, sendo a primeira esta introdução. A segunda seção trata da conceituação de globalização e abertura. A terceira seção consiste em uma revisão de literatura acerca dos processos de globalização e abertura financeira dos países periféricos, bem como a explicação de algumas consequências desses movimentos, tais como: aumento do fluxo de capitais nos países periféricos e aumento da vulnerabilidade. A quarta seção apresenta uma descrição do contexto histórico de abertura econômica do Brasil, tratando de fatos importantes como os planos de estabilização da economia e as crises cambiais ao final da década de 1990. A quinta seção apresenta a estimação do Modelo de Vetores Autorregressivos (VAR) e seus resultados. A sexta seção contém as conclusões do trabalho. Os testes estatísticos e os gráficos utilizados encontram-se no apêndice.

2. O Processo de Globalização dos Mercados: Conceito e Características

O processo de globalização das economias, apesar de já ser notado em vários momentos anteriores na história, obteve seu auge a partir da década de 1990. Gonçalves (2002) afirma que o termo “globalização” passou a ser utilizado apenas na década de 1990 para descrever um conjunto de transformações que já ocorriam há vinte ou trinta anos, sendo estas nas esferas “econômica, política, jurídica, institucional, social, cultural, ambiental, geográfica, demográfica, militar e geopolítica” (GONÇALVES, 2002, p.1).

Ainda segundo o autor, a globalização é definida como a junção de três processos: “a expansão extraordinária dos fluxos internacionais de bens, serviços e capitais; o acirramento da concorrência nos mercados internacionais; e a maior integração entre os sistemas econômicos nacionais” (GONÇALVES, 1998, p.4). Estes três processos

ocorreram em outros momentos da história, porém, foram impedidos por movimentos protecionistas por parte dos países. Ao final do século XX, contudo, estes três processos ocorreram de forma conjunta e sem intervenções protecionistas dos países. Assim surge a globalização.

De acordo com Ramos (2010), o processo de globalização nas economias do mundo pode ser explicado pelos seguintes fatores: desorganização das colônias; recursos e mão de obra dos países periféricos enviados aos países centrais; e surgimento das classes dominantes nos países que conquistaram independência há poucos anos. Desta forma, a globalização pode ser entendida como um processo que vem ocorrendo na forma de mudanças em diversas áreas e ao longo de vários anos, que possui em seu cerne os avanços tecnológicos e a maior integração entre países, no comércio de bens, serviços e capitais. Para compreender de maneira mais completa o processo de globalização, é necessário conceituá-lo em globalização financeira e globalização produtiva.

A globalização produtiva é definida como o recebimento de investimentos externos, ou seja, os investimentos que geram produção em determinado país. De acordo com Ramos (2010, p. 10), “a globalização produtiva para um país é percebida pelo investimento externo direto e contratos”. A globalização financeira, por sua vez, consiste em uma abertura dos fluxos de capitais, a qual possibilitou a realização de investimentos entre investidores de diversos países. Em outras palavras, consiste em “intensos fluxos de capitais nos mercados financeiros, em bolsas de valores, fundos de investimentos, derivativos, etc.” (RAMOS, 2010, p.11).

No que tange à globalização financeira, os fluxos de capitais nos mercados financeiros são também denominados como “financeirização” que resulta, segundo Ramos (2010), em “uma grande quantidade de capitais circulando entre os países do mundo sem maior regulação financeira. É uma economia de alto risco e de grande instabilidade com impactos na economia produtiva, principalmente em uma situação de crise” (RAMOS, 2010, p.12).

Portanto, entende-se que a globalização financeira está relacionada à abertura dos países quanto aos fluxos de capitais especulativos, gerando uma crescente mobilidade dos capitais e tendendo a constituir um único mercado mundial de moedas e de crédito. Já a globalização produtiva trata dos capitais investidos diretamente na produção, maior fluxo de mercadorias e serviços e redução de barreiras comerciais.

2.1. A Liberalização Financeira e Comercial dos Mercados

Os países participantes da globalização dos mercados vivenciam dois movimentos característicos: a liberalização financeira (a nível doméstico) e a crescente mobilidade de capitais (a nível internacional). De acordo com Carneiro (1999), a globalização é resultado destes dois movimentos que afetaram tanto os mercados de ativos quanto os mercados de produção.

Gonçalves (2002) define a liberalização como “a redução das barreiras comerciais de acesso aos mercados nacionais” e a desregulamentação como “a eliminação ou

afrouxamento das normas reguladoras da atividade econômica”. De acordo com o autor, estes dois movimentos atingiram tanto os países desenvolvidos quanto aqueles em desenvolvimento e foram determinantes para o processo de globalização (GONÇALVES, 2002, p.7).

A liberalização pode ocorrer tanto no mercado do produto, denominada de liberalização comercial, quanto no mercado de ativo designada por liberalização financeira. Segundo Carcanholo (2002), a liberalização comercial consiste na queda do protecionismo e do controle do governo sobre as transações comerciais, modificando as relações das operações produtivas em nível global.

Acerca da liberalização financeira, Arienti e Inácio (2010) argumentam que este processo se constitui, principalmente, “da eliminação dos controles sobre movimentos de capitais entre fronteiras e dos limites máximos sobre taxas de juros, ampliando dessa forma a mobilidade internacional do capital” (ARIENTI; INÁCIO, 2010, p.11). Segundo estes autores, muitos países desenvolvidos iniciaram a desregulamentação de seus mercados financeiros a partir da década de 1980, e alguns países em desenvolvimento seguiram o mesmo processo a partir da década de 1990 “de forma a permitir o retorno dos fluxos de capitais externos” (ARIENTI; INÁCIO, 2010, p.11).

Oliveira (2012) define o processo de liberalização financeira como o aumento das transações de ativos financeiros entre países desenvolvidos e países em desenvolvimento, bem como aumento destas transações entre residentes e não residentes, a partir da década de 1990.

Segundo Sallum e Goulart (2016), este processo iniciou-se nas economias desenvolvidas e irradiou-se pelas economias periféricas como países da América Latina, inclusive o Brasil. As políticas de liberalização da economia brasileira foram marcadas por um processo de inserção internacional, democratização política e orientação econômica liberal-moderada; e se solidificaram em meados dos anos 1990, inserindo, a partir de então, o país numa ordem de liberalização, de certa forma, definida pelo contexto internacional da globalização. Assim, entende-se como liberalização financeira o movimento de afrouxamento da regulação das atividades financeiras, que teve como consequência o maior fluxo de capitais entre países, isto é, a maior mobilidade de capitais, e se intensificou a partir da década de 1990.

Com referência à abertura, Carcanholo (2002) a conceitua como a situação em que o país permite transações com o mercado externo, tanto de bens e serviços (abertura comercial) quanto de ativos financeiros (abertura financeira). Carcanholo (2002) ainda define a abertura comercial como “um conjunto de políticas para orientar a economia rumo aos mercados internacionais, em um processo liderado pelas exportações” (CARCANHOLO, 2002, p.19).

Cabe aqui uma distinção entre abertura comercial e liberalização comercial: a abertura está relacionada à inserção do país no mercado externo na forma de exportações e de importações de bens e serviços, enquanto a liberalização trata do afrouxamento das políticas protecionistas, favorecendo as importações. Quanto à abertura financeira, o autor considera este processo como “o aumento da facilidade com que os residentes de

um país podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e os não-residentes podem operar nos mercados financeiros domésticos” (CARCANHOLO, 2002, p.19). Biancareli (2010) entende a abertura financeira como a “eliminação de restrições à livre movimentação dos fluxos financeiros entre as fronteiras nacionais” (BIANCARELI, 2010, p.918).

Portanto, entende-se como abertura financeira a facilitação das transações financeiras (obtenção de empréstimos e concessão de crédito entre os mercados interno e externo, transferências de capitais e de ativos financeiros fora do país) e conversibilidade entre moedas (autorização de relações creditícias em moeda estrangeira, tanto depósitos quanto empréstimos, entre residentes). Ressalta-se que este movimento de abertura entre residentes e não residentes passa a ser verificado em qualquer lugar do mundo, sendo que países em processo de desenvolvimento, como o Brasil, passam a adotá-lo, mais especificamente, a partir da década de 1990 (PAINCEIRA; CARCANHOLO, 2002).

3. A Liberalização Comercial e Financeira nos Países Periféricos

A distinção entre centro e periferia é tratada na literatura para compreender os impactos da globalização econômica. Países periféricos são aqueles que, apesar de participarem do mercado mundial, ainda são dependentes dos países desenvolvidos em alguns aspectos econômicos (OLIVEIRA, 2012).

As economias periféricas são, em geral, aquelas que na perspectiva da teoria das vantagens comparativas historicamente se especializaram em produtos de baixo valor agregado, promovendo uma troca desigual com os países centrais. Esta especialização comprometeu o processo de desenvolvimento e, ainda hoje, torna essas economias altamente dependentes das nações desenvolvidas e/ou centrais, sobretudo no que se refere à tecnologia. Assim, a intensidade do crescimento nas economias centrais condiciona o processo de industrialização nas economias periféricas (FURTADO, 1981).

Rodriguez (2009) afirma que Prebisch, em 1946, foi o primeiro a utilizar os termos centro e periferia; com o objetivo de diferenciar o comportamento dos países assim denominados durante os ciclos econômicos e a forma de suas políticas econômicas. Além disso, os termos centro e periferia já trazem, em si, uma noção de desigualdade, na qual o desenvolvimento de alguns países tende a agravar os problemas de subdesenvolvimento de outros (RODRIGUEZ, 2009).

Prebisch (1968) afirmou que a diferença entre centro e periferia dá-se e propaga-se principalmente devido aos desníveis de produtividade. Ou seja, o sistema capitalista é composto por desigualdades, pois o progresso técnico não ocorreu de forma homogênea nas economias do mundo. Sendo assim, a economia mundial é composta, de um lado, por grandes centros industriais (países centrais) e, de outro, por países de produção primária (periféricos), subordinados às necessidades do centro (PREBISCH, 1968). Assim, Prebisch cria um tipo de “condição periférica”, ou seja, um país periférico é caracterizado por sua posição funcional, sua estrutura econômica, atrasado em relação aos países centrais e todas

as consequências disso (GURRIERI, 2011). Nesse sentido, Furtado (1981) afirmava que a tendência do sistema capitalista era promover “um processo de homogeneização e integração do centro, e um distanciamento crescente entre o centro e a periferia” (FURTADO, 1981, p.46). Ou seja, o crescimento dos países centrais tem como consequência o aumento das desigualdades entre estes e a periferia.

Acerca desta classificação de países centrais e periféricos, Palludeto e Abouchedid (2014) discorrem sobre duas teorias: a teoria Estruturalista e a teoria da Dependência. De acordo com os Estruturalistas, a economia mundial é composta por centro e periferia, sendo a periferia composta por países que produzem bens primários, e sua produção é mais voltada para o mercado interno. A teoria da Dependência defende a existência de uma relação centro-periferia, na qual a periferia é, de certa forma, dependente do desenvolvimento do centro, além de ser prejudicada nas trocas comerciais com o centro, visto que oferta produtos mais baratos do que demanda (SILVA, 2011).

Diante destas correntes de pensamento é possível compreender e distinguir centro e periferia. Prebisch (1962) afirma que a América Latina compõe parte da periferia do sistema econômico mundial, pois sua função específica neste sistema é produzir matérias-primas e alimentos para os grandes centros industriais.

A periferia, apesar de, em geral, ser subdesenvolvida, é participante no mercado internacional – tanto o comercial quanto o de capitais. De acordo com Paineira e Carcanholo (2002), essa participação se intensificou a partir da renegociação das dívidas externas da periferia, quando esta aderiu aos moldes do Plano Brady. Os choques do petróleo da década de 1970 explicam as mudanças ocorridas no Sistema Monetário Internacional e seus reflexos sobre as taxas de juros, câmbio, desequilíbrios no balanço de pagamentos e o crescimento da dívida externa.

Em 1973 ocorreu na economia mundial o “primeiro choque do petróleo”. Promovido pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), tratava-se de um brusco aumento do preço dos barris de petróleo. Com este grande aumento, países em desenvolvimento sofreram deterioração dos seus termos de troca (importações maiores que exportações), provocando déficits comerciais – com aumentos das taxas de juros e contração econômica nestes países. Apesar disso, em 1974 alguns destes países conseguiram financiar seus déficits através do mercado de “petrodólares”, quando países da OPEP passaram a direcionar capitais para os países em desenvolvimento na busca de rendimentos e, assim, amenizaram a situação dos endividados (HERMANN, 2011, p.77).

Entretanto, um segundo choque do petróleo, em 1979, interrompeu os fluxos de capitais para os países em desenvolvimento e deteriorou ainda mais os termos de troca destes países. Segundo Hermann (2011), os dois choques resultaram na “crise da dívida” dos países da América Latina, pois além da dívida externa provocada pelos déficits comerciais, esses países ainda enfrentaram a fuga de capitais após o segundo choque do petróleo.

Ao final da década de 1980, muitos países da América Latina ainda enfrentavam problemas de endividamento externo. Portanto, em 1989, o secretário do Tesouro dos

Estados Unidos lançou um plano para renegociação das dívidas dos países da América Latina, o chamado Plano Brady (BATISTA JR; RANGEL, 1995).

O Plano Brady visava renegociar as dívidas externas dos países periféricos através de um processo de securitização: a dívida dos países seria substituída por bônus, os quais seriam lançados no mercado na forma de títulos. O resgate do montante dos títulos, dado seu vencimento, poderia ser utilizado para financiar o valor do principal. Além disso, no Plano Brady a análise da dívida foi feita “caso a caso”, estudando as possibilidades de pagamento de cada país devedor (LEFORT, 2005). Assim, os países devedores conseguiriam amortizar suas dívidas ao longo do tempo.

Outro marco no período foi o Consenso de Washington, no qual foram elaboradas algumas diretrizes que deveriam ser seguidas pelos países periféricos, com o objetivo de desenvolvê-los. Dentre as principais diretrizes do Consenso podemos destacar: desregulamentação e privatização, que visavam reduzir o papel do Estado na economia; e liberalização comercial e financeira, a fim de abrir os mercados destas economias (PIRES, 2010). Por intermédio destas medidas, muitas economias periféricas passaram por um processo de abertura financeira na década de 1990.

De acordo com Paineira e Carcanholo (2002) os países da América Latina, inclusive o Brasil, voltaram a participar do mercado financeiro internacional a partir de 1990, principalmente por causa da renegociação de suas dívidas externas, da globalização financeira e de alguns condicionantes internos. Guimarães (1998) considera o Brasil como um “grande país periférico”. Segundo o autor, trata-se de um país não desenvolvido, mas de grande população e grande território, passível de exploração econômica.

Carneiro e Modiano (1990) afirmam que o desajuste das contas externas brasileiras só começou a ser resolvido em 1983, quando o governo iniciou negociações com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Após um longo período de negociações com o FMI, o governo brasileiro conseguiu financiamento para sua dívida externa, contudo, teve de se submeter às políticas do FMI (inclusive a facilitação da abertura financeira do país).

A abertura financeira, portanto, está ligada ao processo de globalização, pois as inovações tecnológicas no sistema financeiro facilitaram a participação dos investidores em qualquer lugar do mundo e isso, somado à reestruturação das dívidas externas dos países periféricos, provocou forte entrada de capitais nestes países, pois se tornaram mercados de investimentos mais confiáveis.

3.1. Assimetria de Moedas e os Investimentos nos Países Periféricos

A abertura tanto nos mercados financeiros quanto nos comerciais exigiu a escolha de uma moeda para satisfazer todas as transações entre os países. Para Conti (2014), a escolha de uma moeda como referência para as transações foi essencial para o desenvolvimento do mercado global. O dólar já era moeda referência na economia mundial, mas este processo intensificou sua posição, pois “a grande maioria das mercadorias e serviços no comércio internacional é denominada em dólar, (...) [e] a riqueza mundial é, em grande parte, contabilizada em dólar” (CONTI, 2014, p.2).

Contudo, sendo o dólar a moeda referência no mercado mundial, quais seriam as posições das demais moedas neste sistema? Alguns autores defendem que existe uma hierarquia de moedas no Sistema Monetário Internacional (SMI), a chamada assimetria monetária. Esta hierarquia trata das posições das diversas moedas em âmbito internacional: o dólar, sendo a moeda-chave do sistema, encontra-se no núcleo, no centro das moedas. Em seguida, encontram-se as moedas dos demais países centrais, chamadas de moedas conversíveis. Por último, estão as moedas (não conversíveis) dos países periféricos (PRATES, 2005).

A conversibilidade de uma moeda está relacionada ao seu desempenho das três funções da moeda (meio de troca, unidade de conta e reserva de valor) em âmbito mundial. Contudo, as moedas dos países periféricos não exercem nenhuma das três funções da moeda em âmbito internacional, por isso são não conversíveis (CONTI, 2014).

A hierarquia de moedas traz reflexos na formação das taxas de juros dos países, especialmente nos emissores de moedas não conversíveis. O dólar possui a mais baixa taxa de juros, pois é emitido pelo país central, já os demais países têm suas taxas de juros correspondentes à taxa de juros do dólar somada ao risco do país (PRATES, 2005). Assim, a assimetria de moedas no SMI resulta na diferenciação entre as taxas de juros do centro e da periferia: os juros da periferia tendem a ser maiores devido ao elevado risco, característico das economias periféricas.

Segundo Palludeto e Abouchedid (2014), os países periféricos tornaram-se interessantes mercados de investimentos devido às consequências naturais da globalização. Além disso, as altas taxas de juros oferecidas por estes países fortaleceram a entrada de capitais: a iliquidez das moedas emitidas por países periféricos requer mais altas as suas taxas de juros e isto implica alto prêmio de risco para os investidores.

Nesta mesma linha, Conti (2014) afirma que, “dado que as moedas periféricas não são líquidas como as moedas centrais (...), os agentes internacionais vão demandá-las unicamente na busca por grandes rendimentos”. Isso causa instabilidade na demanda de moeda desses países, pois os investimentos passam a depender do cenário econômico, bem como do nível das taxas de juros – tanto do país central quanto do país periférico a receber investimentos (CONTI, 2014, pp.10-12).

Biancareli (2008) coloca que os países periféricos “são, no máximo, oportunidades para ganhos extraordinários sujeitos a riscos maiores do que nos mercados centrais”. Assim, existem momentos de grande entrada de capitais nestes países, mas também existem momentos de saída de capitais, dependendo do cenário econômico: “como resultado, grandes efeitos dinamizadores e perigosos excessos no período de abundância, e fortes estragos nos momentos de saída” (BIANCARELI, 2008, p.6).

A entrada de capitais nos países periféricos pode ocorrer na forma de Investimento Externo Direto (IED) ou capitais especulativos. De acordo com Bertella e Lima (2005) o IED corresponde a todo investimento estrangeiro aplicado na estrutura produtiva das empresas. Os efeitos deste tipo de investimento na produtividade e crescimento do país dependerão da maneira como serão investidos: a tecnologia, por exemplo, é uma área favorável para se investir em países em desenvolvimento, pois, devido ao seu atraso em

relação aos outros países, pode apresentar melhores resultados. Assim, o IED pode promover mais ganhos, ao encorajar a concorrência, possibilitando a inserção de firmas mais modernas nestes países.

Já os capitais especulativos, para Prates (2005), existem na forma de investimentos de portfólio (transações de ações e títulos sem fronteiras entre países). Portanto, eles “têm uma natureza inerentemente especulativa, pois são motivados por ganhos de curto prazo e não por considerações de longo prazo, que resultam, por sua vez, em intensas oscilações dos preços dos ativos e do câmbio” (PRATES, 2005, p.271).

Ainda segundo Prates (2005), os problemas relacionados a esse tipo de investimento decorrem da assimetria de informações: os agentes econômicos (bancos, empresas transnacionais e investidores) possuem leituras diferenciadas do mercado. Assim, “as ações dos agentes são guiadas pela racionalidade ‘autorreferencial’, que resulta na predominância de comportamentos miméticos ou de manada e numa extrema volatilidade dos fluxos recentes de capitais, que afeta especialmente os países emergentes” (PRATES, 2005, p.273).

3.2. Vulnerabilidade e Endividamento nos Países Periféricos

Munhoz (2016) afirma que a reinserção dos países da América Latina no mercado financeiro internacional foi positiva em alguns aspectos relativos ao desempenho econômico destes, como o aumento do consumo, do investimento e do crescimento. Contudo, as políticas de estabilização firmadas em âncoras cambiais provocaram uma sobrevalorização do câmbio, levando à ocorrência de saldos negativos na conta comercial. Para financiar os saldos negativos, os países optaram por atrair capitais externos através de altas taxas de juros domésticas, embora isto tenha intensificado o passivo externo destes países.

Painceira e Carcanholo (2002) supõem que os fluxos de capitais nos países periféricos, dada a instabilidade do mercado de capitais, tende a aumentar a vulnerabilidade externa destes países. Os autores definem como vulnerabilidade externa a situação de “valorização do câmbio real, nos déficits externos, incluindo o crescimento da dívida e de seu serviço, e no superendividamento público (provocado pelas altas taxas de juros e não por uma tendência natural do Estado em produzir déficits primários)”. A vulnerabilidade é provocada pela abertura financeira das economias, e reduz as expectativas favoráveis ao país, levando à fuga de capitais (PAINCEIRA; CARCANHOLO, 2002, pp.5-6).

Segundo Oliveira (2012), o processo de liberalização financeira favoreceu o aumento dos fluxos de capitais e abriu espaço para os ganhos com especulação financeira. Contudo, teve como consequência o aumento da volatilidade dos fluxos e da vulnerabilidade das contas capital e financeira, provocando crises cambiais e financeiras. De acordo com Prates (2005), a vulnerabilidade dos países periféricos está ligada a não conversibilidade de suas moedas: sendo o dólar a moeda central do SMI, as transações nos mercados financeiros são feitas, em sua maioria, em dólar (tendência à dolarização), e o resultado disso é que o país periférico, além de pagar os juros dos investimentos recebidos, algumas vezes precisa fazer

a correção monetária em dólar. Isso torna o país periférico mais vulnerável às crises, provoca fragilidade cambial e, também, o endividamento externo.

Acerca disso, Gonçalves (1998) define vulnerabilidade externa como “uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais frente a fatores desestabilizadores ou choques externos”. A vulnerabilidade está ligada aos instrumentos de política e aos “custos de ajuste frente aos eventos externos”. Portanto, “a vulnerabilidade externa é tão maior quanto menores forem as opções de política e quanto maiores forem os custos do processo de ajuste” (GONÇALVES, 1998, p. 9). Assim, a vulnerabilidade externa é consequência da globalização dos mercados financeiros internacionais e o indicador do grau de fragilidade dos países frente às crises.

4. A Economia Brasileira no Contexto da Globalização dos Mercados

Muitos países da América Latina iniciaram abertura comercial na segunda metade dos anos 1980, embora alguns deles já tivessem tentativas fracassadas de liberalização nas décadas de 1960 e 1970 (REGO; MARQUES, 2013). Da mesma forma, o Brasil passou por um processo de abertura econômica (comercial e financeira) a partir da segunda metade dos anos 1980, intensificando-a na década de 1990. A situação do mercado internacional muito influenciou para este movimento de abertura e liberalização nos países latino-americanos.

De acordo com Arienti (2004), os países desenvolvidos enfrentaram uma recessão nos anos 1990-1993, o que levou à queda das taxas de juros destes países. Assim, os investidores encontraram nos países da América Latina mercados mais rentáveis para investir. Além disso, o contexto do mercado internacional de alta mobilidade de capitais favoreceu o aumento dos fluxos de capitais aos países periféricos na década de 1990.

Quanto ao caso do Brasil, a autora afirma que, apesar do cenário internacional favorável, “esse retorno só se concretizou quando as mudanças ocorridas dentro do país passaram a exercer seu papel como fonte de atração desses capitais, tais como o aumento da taxa de juros interna e a liberalização da conta de capital” (ARIENTI, 2004, p.90). Ou seja, as políticas de liberalização adotadas no período favoreceram a atração de capitais para o país.

Além disso, organizações como Banco Mundial e Fundo Monetário Internacional (FMI) passaram a pressionar os países latino-americanos, ao final da década de 1980, para que liberalizassem seus mercados. O Brasil, portanto, foi adotando políticas neoliberais ao longo da década de 1990, como liberalização financeira e comercial, e privatizações (ARIENTI, 2004).

As políticas neoliberais foram expressas na América Latina a partir do Consenso de Washington, em novembro de 1989, cujas diretrizes incluíam: “disciplina fiscal; reorientação dos gastos públicos; reforma tributária; liberalização financeira; taxas de câmbio unificadas e competitivas; liberalização comercial; abertura para o investimento estrangeiro direto; desregulamentação; direitos de propriedade garantidos” (PIRES, 2010,

p.292). Estas diretrizes tinham como objetivo reduzir a participação do Estado e abrir a economia tanto no comércio de bens e serviços quanto de capitais.

Segundo Gennari (2001), Fernando Collor de Mello assumiu a presidência da República em 1990 seguindo as diretrizes do consenso de Washington. Ele implementou políticas de liberalização comercial e financeira, e privatizações em um cenário de altíssima inflação, descontrole das contas públicas e economia estagnada. Diante deste cenário, o objetivo do governo seria, claramente, a estabilização da economia (CASTRO, 2011).

Entre 1986 e 1991 a economia brasileira passou por cinco Planos de Estabilização. No início do governo, Collor lançou a Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE), pois se acreditava que para alcançar a estabilidade de preços era necessário recuperar o atraso industrial do país. Esta evolução na indústria seria “forçada” pelo aumento da competitividade por meio das privatizações (em âmbito interno) e da abertura comercial (em âmbito externo) (CASTRO, 2011).

Acerca do Plano Collor I, lançado em 15 de março de 1990, consistiu em congelamento dos preços e confisco monetário das bases mais líquidas da economia. De acordo com Castro (2010) “o plano propunha resolver o problema da alta inflação através de uma desindexação parcial da economia e desoneração temporária do pagamento de juros sobre a chamada ‘moeda indexada’” (CASTRO, 2011, pp.138-139). O Plano Collor I teve como resultado uma redução da inflação (aproximadamente de 80% para 10%), mas esta redução durou apenas nos primeiros meses consecutivos ao Plano. Alguns meses depois a inflação voltou a crescer, acompanhada por uma forte retração da economia.

Devido ao fracasso do Plano em estabilizar a economia, foi lançado o Plano Collor II no dia 1º de fevereiro de 1991 (CASTRO, 2011). Este Plano visava controlar a inflação por meio de uma reforma fiscal e o fim da indexação da economia. A ideia era, através da Taxa Referencial (TR), ter um indexador baseado nas expectativas de inflação futura, para que a “memória inflacionária” não provocasse grandes aumentos na inflação. Contudo, apesar de funcionar por alguns meses, o Plano não se sustentou (CASTRO, 2011).

O governo Collor deu início ao processo de abertura comercial mais radical do Brasil desde os anos 1930 (GENNARI, 2001). Mas este processo de abertura foi intensificado no governo Fernando Henrique Cardoso (FHC) a partir das eleições de 1994. Em julho de 1994 foi lançado o Plano Real, diferentemente dos planos de estabilização anteriores, tinha como diagnóstico de inflação, principalmente, o desajuste das contas públicas (PIRES, 2010).

Cerqueira (2003) afirma que o Plano Real pôde ser lançado devido à “combinação de condições políticas, históricas e econômicas”. Este Plano conseguiu dar fim a três décadas de altíssima inflação, sendo feito em três partes: a primeira, em junho de 1993, tratava-se do Programa de Ação Imediata (PAI), um conjunto de medidas que visava à otimização dos gastos da União. A segunda tratava-se da criação da Unidade Real de Valor (URV), um novo indexador para a economia. A terceira, em julho de 1994, quando foi colocada em circulação a nova moeda, o Real (CERQUEIRA, 2003).

O Plano Real teve como impacto imediato a rápida queda da inflação, que passou de 14,8% em 1995 para 1,7% em 1998. O sucesso deste plano em estabilizar os preços da

economia brasileira se deu por meio da utilização das âncoras monetária e cambial. A âncora monetária tratava do controle do governo sobre a demanda e expansão monetária, de forma a evitar aumentos de preços pela menor quantidade de moeda no mercado (CASTRO, 2011).

A âncora cambial implicava a valorização do Real graças ao grande volume de reservas internacionais (em torno de US\$ 40 bilhões). A grande valorização cambial favoreceu as importações. Como as mercadorias em dólar estavam relativamente mais baratas, os preços internos não deveriam aumentar para não perder o mercado para os produtos estrangeiros (CASTRO, 2011).

De acordo com Rego e Marques (2013), o problema da utilização da âncora cambial como plano de estabilização é o fato de fazer necessária a prática de altas taxas de juros, que atraem capitais especulativos para o país. Como consequência, ocorre a valorização da moeda nacional, a deterioração da balança comercial (aumento das importações e queda das exportações), e aumento dos déficits em transações correntes.

Como consequências do Plano Real, Cerqueira (2003) destaca que a queda da inflação aumentou o poder de compra (valorização dos salários); crescimento da produção, da receita líquida do governo, e do nível de reservas internacionais; por outro lado, a abertura comercial acentuada em 1994 levou ao aumento das importações, provocando déficits na balança comercial.

Cerqueira (2003) também afirma que o cenário pós-Brady foi favorável para o sucesso do Plano Real, pois através da renegociação da dívida externa houve o retorno dos fluxos de capital externo para o Brasil. Desta forma, entende-se que o cenário internacional favorável e o direcionamento do Plano Brady intensificaram o processo de abertura comercial e financeira do país, e estes fatores contribuíram para que o Plano Real fosse bem sucedido em romper com um longo período inflacionário.

Contudo, para Filgueiras (2003), o aumento do consumo, da produção e do emprego foram apenas consequências iniciais do Plano Real (até o início de 1995), decorrentes da queda na inflação. A balança comercial e de serviços tornaram-se deficitárias, aumentando a vulnerabilidade externa do país. Nesse sentido, apesar da aparente melhora no crescimento após a estabilização do Plano Real, com o passar do tempo, os problemas externos decorrentes das políticas de valorização cambial e altos juros culminaram em redução do crescimento do PIB, aumento da dívida pública e aumento do desemprego (FILGUEIRAS; PINTO, 2003).

A política neoliberal provocou mudanças na forma de acumulação do capital do país, “de modo a criar um novo padrão de acumulação fundado num novo e mais profundo patamar de subordinação ao capital financeiro internacional” (GENNARI, 2001, p.42). Esta política favoreceu a entrada de capitais no Brasil – sendo necessária para manter a âncora cambial do Plano Real. Contudo, apesar da estabilização de preços, a ocorrência de déficits na balança comercial resultou em problemas internos à economia. Após a estabilização da economia, a ocorrência de crises cambiais em outros países trouxe reflexos para a economia brasileira e, considerando uma economia mais aberta, as crises no cenário internacional foram sentidas internamente.

Conforme afirma Cerqueira (2003) “o Brasil viveu um período de sérias dificuldades econômicas, com expressivas saídas de divisas, elevação súbita e acentuada das cotações do dólar e fortes aumentos de preços no atacado”, da mesma forma que os outros países que adotaram políticas semelhantes às do Brasil (CERQUEIRA, 2003, p.299). As crises cambiais são decorrentes de uma perda de confiança na moeda que leva à sua rápida desvalorização. Assim, “os investidores se desfazem de ativos denominados em uma determinada moeda, ao temerem a sua desvalorização; e grande parte da pressão pela depreciação da moeda resulta desta fuga de capital e da corrida aos bancos” (PEREIRA; SEABRA, 2004, p.2).

Em março de 1995 ocorreu a crise cambial do México. Com isso, “as reservas internacionais do Brasil reduziram-se de 43 bilhões de dólares, em julho de 1994, para 31,5 bilhões de dólares, em abril de 1995, uma queda de 25,8%”. Para recuperar as reservas, o governo incentivou a entrada de capitais externos através do aumento das taxas de juros e da redução do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), de forma que encerrou o ano de 1995 com 51,8 bilhões de dólares em reservas (PIRES, 2010, p.301).

A crise da Ásia ocorreu em julho de 1997 com a desvalorização da moeda da Tailândia, que provocou desvalorizações em vários outros países, uma “reação em cadeia”. As reservas do Brasil se reduziram imediatamente de 63 bilhões de dólares, em agosto, para 52 bilhões de dólares em outubro. O governo optou por aumentar ainda mais a taxa de juros, que chegou a 43% ao ano, trazendo de volta os capitais especulativos, para manter a âncora cambial (PIRES, 2010). Pouco tempo depois houve a crise da Rússia, em 1998, quando novamente os capitais especulativos fugiram das economias dependentes: “as reservas cambiais brasileiras reduziram-se de 70 bilhões de dólares para cerca de 30 bilhões de dólares, em um prazo de três meses”. Assim como em 1995 e 1997, o governo adotou medidas favoráveis à entrada de capitais, reduzindo tributos e aumentando a taxa de juros para 49% ao ano. Contudo, essas medidas não foram suficientes, e foi necessário recorrer ao FMI (PIRES, 2010, p.302).

Acerca disso, Cerqueira (2003) afirma que o programa de estabilização do Plano Real não foi suficiente para ajustar as contas do setor público, e o que se observou foi a vulnerabilidade do país frente às crises, especialmente a crise russa, em 1998, que provocou grande saída de capitais não apenas do Brasil, mas dos mercados emergentes. Nesse contexto, o Brasil aumentou as taxas de juros para manter o fluxo de capitais, adotou medidas de contenção fiscal e negociou com o FMI.

Apesar da ajuda do FMI, no início de 1999, o Brasil não conseguiu sustentar a cotação do real, e o câmbio passou a ser flutuante. Houve uma desvalorização cambial de 8,26% no período, que levou ao fim da âncora cambial. A ocorrência de crises nos anos seguintes levou o Brasil a recorrer ao FMI em 2001 e 2002 (PIRES, 2010). Sobre isso, Filgueiras (2003) afirma que o 2º governo FHC precisou “administrar sucessivas crises do balanço de pagamentos (1999, 2001 e 2002) – que o levou a bater às portas do FMI para tomar três empréstimos nos montantes de US\$ 41,5 bilhões (1998), US\$ 15,6 bilhões (2001) e US\$ 30 bilhões (2002), respectivamente” e, por este motivo, seus quatro anos foram monitorados pelo FMI (FILGUEIRAS; PINTO, 2003, p.4).

A crise de 1999, no balanço de pagamentos, obrigou o governo a redefinir o regime cambial, passando para o regime de metas de inflação. Quanto à crise de 2001, esta esteve relacionada à crise da economia argentina e americana. No Brasil, houve baixo crescimento do PIB, desvalorização da moeda e saída de capitais que provocou novo aumento da taxa de juros, levando o país a recorrer ao FMI mais uma vez. Em 2002 houve mais um movimento de fuga de capitais provocando forte desvalorização cambial. O movimento especulativo de retirada de capitais esteve relacionado tanto com o aumento da relação dívida/PIB (fragilidade financeira do setor público), quanto com a possibilidade de eleição de Lula. Isto também resultou em novo acordo com o FMI (FILGUEIRAS; PINTO, 2003, pp.5-6).

5. Análise do Endividamento Externo Brasileiro no Contexto da Globalização

Esta seção apresenta uma análise empírica do endividamento externo da economia brasileira por meio da aplicação da metodologia de Vetores Autorregressivos (VAR) e, em seguida, é realizada uma análise estatística e a discussão dos resultados do modelo.

5.1. Metodologia

O modelo de Vetores Autorregressivos (VAR) permite analisar de forma empírica a participação de cada variável nas alterações ocorridas nas outras variáveis, bem como avaliar a resposta de uma variável frente à ocorrência de um choque em outra variável (PINHEIRO; AMIN, p.5). Trata-se de uma extensão do modelo AR, o qual modela uma única série em termos do passado da mesma. Da mesma forma, o modelo VAR estima variáveis em termos dos seus próprios passados, contudo, o faz com várias séries, simultaneamente (WOOLDRIDGE, 2011). Considerando y_1, y_2, \dots, y_t como séries temporais multivariadas, um modelo VAR pode ser expresso da seguinte maneira:

$$y_t = v + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + u_t; \quad t = 0, 1, 2, \dots \quad (1)$$

Em que:

$y_t = (y_{1t}, y_{2t}, \dots, y_{kt})$ corresponde a um vetor aleatório de variáveis exógenas;

$v = (v_1, v_2, \dots, v_k)$ corresponde a um vetor fixo de interceptos ($K \times 1$), “os quais permitem a possibilidade de média $E(y_t)$ não-nula” (SANTOS, 2009, p.21);

A_i são as matrizes fixas de coeficientes, interpretados como a sensibilidade de uma variável em relação à defasagem de outra variável do mesmo modelo;

$u_t = (u_{1t}, u_{2t}, \dots, u_{kt})$ é um vetor de ruído branco.

Cada uma das equações de um modelo possui um erro esperado igual à zero, dadas as suas informações passadas (WOOLDRIDGE, 2011). De acordo com Pinheiro e Amin (2005), a estimação de um modelo VAR requer a realização de alguns testes para verificar

a estabilidade do sistema: testes de estacionariedade, estabilidade estrutural e análises gráficas (PINHEIRO; AMIN, 2005, p.5).

Segundo Oliveira (2012), para a estimação do modelo VAR deve-se assumir as seguintes hipóteses: “a) as variáveis devem ser estacionárias; b) os choques aleatórios são ruído branco não autocorrelacionados, possuem médias zero e variância constante” (OLIVEIRA, 2012, p.53).

Para verificar a estacionariedade das séries, tem-se como principais testes: Augmented Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP) e Dickey-Fuller GLS (DF). A hipótese de que a série seja estacionária será rejeitada no caso de o valor da estatística ADF ser maior que o valor crítico. Nesse caso, é necessário fazer a primeira diferença da série e testar, novamente, a presença de raiz unitária – uma série com primeira diferença é denominada I(1) (PINHEIRO; AMIN, 2005, p.5).

Tabela 1: Descrição das Variáveis

Variável	Sigla	Descrição	Fonte
Dívida Externa Bruta	DEB	Corresponde à soma dos passivos acumulados de um país em relação ao exterior, ou seja, todos os compromissos financeiros assumidos pelo país	IPEADATA
Índice de Abertura Financeira	IAF	Somatório, em módulo, de contas do Balanço de Pagamentos: entradas e saídas das contas Capital e Financeira ¹	Banco Central do Brasil
Índice de Globalização Econômica	IGE	Índice constituído por 2 subíndices: i) fluxos econômicos reais, considerando as variáveis: comércio (importações e exportações), IDE e investimento de carteira. ii) restrições ao comércio e ao capital, usando barreiras de importação ocultas, tarifas médias, impostos sobre o comércio internacional e um índice de controles de capital. O IGE traz valores em percentual: quanto mais próximo de 100, maiores são os níveis de fluxos de bens, serviços, capitais e melhor a estrutura de mercado do país	KOF Swiss Economic Institute
Saldo da Conta Financeira	SCF	Diferença entre entradas e saídas de investimentos diretos e de curto prazo no país.	IPEADATA
Taxa de Câmbio	TXCAM	Série do câmbio nominal deflacionada pelo índice IGP-DI (1990 como ano base)	IPEADATA
Taxa de Juros	SELIC	Taxa de juros básica da economia brasileira, acumulada ao ano	IPEADATA

Além disso, é necessário determinar o número de lags das variáveis. Essa determinação é feita através da observação de resultados dos testes Akaike, Schwarz e Hannan-Quinn, sendo que os menores números gerados por estes testes correspondem à quantidade de defasagens das variáveis (PINHEIRO; AMIN, 2005, p.6).

¹ Índice calculado conforme metodologia apresentada no trabalho de Oliveira (2012).

Acerca do teste de causalidade de Granger, Carneiro (1997) afirma que a causalidade assume que o futuro não pode causar o passado e nem o presente. A finalidade do teste é observar se duas variáveis ocorrem simultaneamente, ou se uma procede da outra. Assim, diz-se que uma variável Granger causa outra variável, quando as mudanças em uma variável apresentam mudanças temporais na outra variável.

Para a estimação do modelo, foram utilizadas as seguintes variáveis: dívida externa bruta, saldo da conta financeira, índice de abertura financeira, índice de globalização econômica, taxa de câmbio e taxa de juros. Na Tabela 1, a seguir, tem-se a descrição destas variáveis. Todas as variáveis relacionadas são séries anuais para o período 1990-2015, sendo que DEB, IAF, SCF e TXCAM estão mensuradas em valores monetários nominais, as demais variáveis se em termos percentuais.

5.2. Análise Estatística das Variáveis

Com relação ao teste de normalidade, o teorema do limite central garante que, em grandes amostras, a distribuição tenderá para normalidade, não importando a natureza das distribuições das variáveis individuais. A análise da estacionariedade das séries é apresentada na Tabela 2.

Tabela 2: Resumo Estacionariedade das Variáveis

Variáveis	Resultados dos testes
D(DEB)	Estacionária em primeira diferença
D(IGE)	Estacionária em primeira diferença
D(IAF)	Estacionária em primeira diferença
D(SCF)	Estacionária em primeira diferença
D(SELIC)	Estacionária em primeira diferença
D(TXCAM(2))	Estacionária em segunda diferença.

Fonte: elaboração própria a partir de resultados do Eviews

Após a verificação da estacionariedade das séries, verificou-se a quantidade ótima de defasagens para determinação do modelo apresentada na Tabela 3.

Tabela 3: Testes para Determinação do Número de Defasagens do Modelo

Lags	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-955,248	NA	2,31e+32	91,547	91,845	91,612
1	-915,579	52,892	1,91e+32	91,198	93,287	91,651
2	-839,687	57,822*	1,28e+31*	87,398*	91,278*	88,240*

Fonte: elaboração própria a partir de resultados do Eviews

*(asteriscos) indicam o melhor resultado para cada teste.

Todos os testes apontam que o modelo deva conter 2 defasagens, portanto, é um VAR de ordem 2 (VAR(2)). O modelo estimado considera as variáveis DEB, IAF, SCF e TXCAM como variáveis endógenas. As variáveis IGE e SELIC são exógenas porque

devido sua pouca significância em relação às outras variáveis. Para avaliar a significância das variáveis foi utilizado o teste de causalidade de Granger conforme a Tabela 4.

Tabela 4: Causalidade de Granger

Variável dependente	Prob. ²	Resultado
D(DEB)	0,035	Causa Granger (a 95%),
D(IAF)	0,054	Causa Granger (a 90%),
D(IGE)	0,439	Não causa Granger,
D(SCF)	0,038	Causa Granger (a 95%),
D(SELIC)	0,995	Não causa Granger,
D(TXCAM(2))	0,050	Causa Granger (a 90%),

Fonte: elaboração própria a partir de resultados do Eviews.

Este teste tem como H₀: não causa Granger, assim, quando H₀ é rejeitada, a variável causa Granger (é significativa), ou seja, a variável influencia nas outras variáveis.

De acordo com o teste de Granger, as variáveis DEB, IAF, SCF e TXCAM apresentam influência sobre o comportamento das outras variáveis a um nível de significância de, pelo menos, 10%.

5.3. Análise do Modelo VAR: Impulso Resposta e Decomposição da Variância

A função impulso-resposta demonstra qual o efeito que o choque em uma variável pode causar em si mesma e nas demais variáveis do modelo (OLIVEIRA, 2012). Os gráficos de impulso resposta podem ser vistos na Figura 1 (apêndice). Os resultados do modelo demonstram que um choque na Dívida Externa Bruta (DEB) apresentará alterações mais significativas em si mesma e no saldo da conta financeira. A dívida responde positivamente aos choques em todas as variáveis, aumentando a vulnerabilidade externa do Brasil. Tal resultado é corroborado por Gonçalves (1998) que define vulnerabilidade externa como “uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais frente a fatores desestabilizadores ou choques externos”.

Um choque no Índice de Abertura Financeira (IAF) apresenta resultados similares para com as demais variáveis: todas apresentam um pico inicial, embora o do saldo da conta financeira seja negativo, e alcançam certa estabilidade ao longo dos períodos.

Quanto ao Saldo da Conta Financeira (SCF), seu choque apresenta um efeito de instabilidade mais longo nas outras variáveis. Além disso, um choque inicial em SCF provoca um longo período de alterações negativas, na maior parte do período, na variável taxa de câmbio.

² A probabilidade exposta na tabela se refere à soma das probabilidades de todas as variáveis explicativas. As tabelas completas com resultado de cada variável podem ser vistas em apêndice ao final deste capítulo.

Por fim, um choque na variável taxa de câmbio (TXCAM) apresenta um longo período de variações nas demais variáveis, especialmente na dívida, em que o efeito inicial é maior e mais longo.

A partir destes resultados é possível observar como estas variáveis são influenciadas pelas demais. O saldo da conta financeira apresenta certa sensibilidade, pois responde mais rapidamente aos choques nas outras variáveis. Vale ressaltar que o índice de abertura financeira e o saldo da conta financeira apresentam tendências opostas: um choque na dívida externa, por exemplo, provoca efeito negativo no IAF e positivo no SCF, e o mesmo ocorre nos choques nas outras variáveis.

A decomposição da variância, por sua vez, proporciona comparações entre as variáveis similarmente ao impulso-resposta (PINHEIRO & AMIN, 2005). Nas tabelas 5, 6, 7 e 8, a seguir, encontra-se a decomposição da variância para cada variável: D(DEB), D(IAF), D(SCF) e D(TXCAM(2)), respectivamente.

Tabela 5: Decomposição da Variância D(DEB), em %

Período	Desvio Padrão	D(DEB)	D(IAF)	D(SCF)	D(TXCAM(2))
1	19028,51	100,000	0,000	0,000	0,000
2	24067,64	77,827	12,592	3,520	6,060
3	27994,72	57,590	11,355	26,470	4,582
4	30545,82	58,684	14,339	22,579	4,396
5	32425,91	60,242	14,915	20,728	4,113
6	32817,26	59,425	14,763	20,453	5,357
7	33665,51	57,508	14,759	19,804	7,928
8	34205,24	57,900	14,610	19,193	8,295
9	35009,95	59,245	13,952	18,389	8,411
10	35778,10	60,324	13,389	17,703	8,583

Fonte: elaboração própria a partir de resultados do Eviews.

Um choque na dívida externa é explicado, em sua maioria, pela própria dívida, mas essa participação diminui ao longo dos períodos, passando de 77,82% no segundo período para 60,32% no último período. O saldo da conta financeira participa significativamente da dívida externa no quinto período (20,72%) e, embora sua participação diminua ao longo do tempo, continua significativa (17,7%). O índice de abertura financeira também apresenta participação no comportamento da dívida externa, mas sua influência varia pouco ao longo dos períodos, com 13,38% no último período. Dentre as variáveis analisadas, a taxa de câmbio apresenta a menor participação na dívida externa, contudo, seus resultados são interessantes: no segundo período participa em 6,06%, mas essa participação cai nos períodos seguintes (4,11% no quinto período) e volta a crescer nos períodos finais (8,58% no último período). A resposta instantânea da taxa de câmbio ao choque da dívida, provavelmente, esteja associada às expectativas dos investidores em relação à dívida, e no longo prazo, ao saldo da conta financeira.

Tabela 6: Decomposição da Variância D(IAF), em %

Período	Desvio Padrão	D(DEB)	D(IAF)	D(SCF)	D(TXCAM(2))
1	80823,15	14,720	85,279	0,000	0,000
2	122058,5	30,326	38,126	26,815	4,7320
3	132827,9	29,588	36,473	22,982	10,955
4	143247,3	30,406	32,561	23,763	13,268
5	144420,2	30,417	32,216	23,441	13,924
6	146862,8	31,137	32,241	23,153	13,468
7	148473,5	31,602	31,782	22,653	13,960
8	149081,2	31,367	31,726	22,783	14,122
9	150187,9	30,962	32,326	22,585	14,125
10	150723,9	30,980	32,270	22,65124	14,09741

Fonte: elaboração própria a partir de resultados do Eviews.

Quanto ao índice de abertura financeira, observa-se que a dívida externa possui significativa participação em seu comportamento, com cerca de 30% ao longo dos períodos. O saldo da conta financeira também participa significativamente do comportamento do índice de abertura financeira, mas sua participação diminui de 26,81% para 22,65% entre o segundo e o último período. Assim como em relação à dívida externa, a taxa de câmbio apresenta a menor participação no comportamento do índice de abertura financeira dentre as demais variáveis, mas sua participação aumenta ao longo dos períodos. A abertura financeira significa maior afrouxamento da regulação das atividades financeiras que intensifica o fluxo de capitais entre países, isto é, a maior mobilidade de capitais torna a taxa de câmbio mais volátil.

Tabela 7: Decomposição da Variância D(SCF), em %

Período	Desvio Padrão	D(DEB)	D(IAF)	D(SCF)	D(TXCAM(2))
1	16675,67	0,100	2,510	97,389	0,000
2	23805,52	21,422	3,835	62,695	12,046
3	25621,60	19,254	3,458	61,181	16,105
4	27408,56	22,359	9,495	54,053	14,090
5	27499,36	22,377	9,569	53,982	14,070
6	28234,22	23,595	9,325	51,455	15,622
7	28790,15	24,099	10,319	49,737	15,842
8	28938,82	24,150	10,245	49,798	15,806
9	29293,77	25,231	10,426	48,733	15,607
10	29493,06	25,944	10,327	48,086	15,641

Fonte: elaboração própria a partir de resultados do Eviews.

Um choque no saldo da conta financeira é explicado, em sua maior parte, pelo próprio saldo, embora diminua ao longo dos períodos. A dívida externa apresenta participação crescente e significativa no saldo (a maior dentre as variáveis), chegando a 25,94% no último período. A taxa de câmbio também participa do saldo de forma crescente ao longo do período, explicando em 15,64% do comportamento do saldo no

último período. O saldo da conta financeira mensura diferença entre entradas e saídas de investimentos diretos e de curto prazo no país, tendo efeitos significativos sobre a oferta e demanda de divisas. Estas variações no volume de divisas determinam a taxa de câmbio num regime flutuante.

O índice de abertura financeira explica o saldo em 3,83% no segundo período, contudo, sua participação no saldo aumenta para 10,32% no último período.

Tabela 8: Decomposição da Variância D(TXCAM(2)), em %

Período	Desvio Padrão	D(DEB)	D(IAF)	D(SCF)	D(TXCAM(2))
1	0,295	5,158	12,385	14,969	67,486
2	0,377	19,245	11,252	19,275	50,227
3	0,406	28,149	10,540	17,989	43,320
4	0,432	30,901	9,555	20,867	38,675
5	0,458	34,205	9,565	18,851	37,377
6	0,465	34,325	9,373	19,937	36,363
7	0,480	35,143	11,702	18,897	34,256
8	0,487	36,011	12,006	18,654	33,328
9	0,490	35,806	11,868	18,430	33,894
10	0,499	36,017	11,886	17,968	34,127

Fonte: elaboração própria a partir de resultados do Eviews.

O comportamento da taxa de câmbio, por fim, é explicado, em sua maioria, pela própria variável. A dívida externa participa significativamente, chegando a 36,01% no último período. O saldo da conta financeira também explica significativamente o comportamento da taxa de câmbio, mas sua participação diminui ao longo dos períodos, passando de 19,27% no segundo período para 17,96% no último período. O índice de abertura financeira apresenta uma redução da participação no câmbio nos períodos 4, 5 e 6, com cerca de 9%; nos demais períodos explica cerca de 11% do comportamento do câmbio.

Assim, observa-se que todas as variáveis apresentam resultados significativos quanto aos choques em cada uma das quatro variáveis do modelo. Destaca-se a variável dívida externa bruta, que apresenta os maiores resultados de participação em cada variável, comprovando que a abertura financeira (IAF), o saldo da conta financeira (SCF) e a taxa de câmbio (TXCAM) influenciaram e foram influenciadas pela dívida externa bruta (DEB) no período estudado.

Conclusão

O objetivo foi analisar relação entre a dívida externa brasileira e a abertura financeira do país, intensificada a partir da década de 1990. Entende-se que, devido ao contexto internacional da década de 1990 e às medidas liberalizantes adotadas pelo governo, o Brasil passou por um período de abertura econômica, cujas consequências se estendem até o momento atual, dentre elas, a dívida externa.

Através da pesquisa bibliográfica foi possível compreender os processos de globalização e abertura, bem como a maneira como ocorreram e suas influências nos países periféricos. O estudo do contexto da economia brasileira nesse período foi fundamental para a compreensão do processo de abertura e para interpretar os resultados empíricos.

Com relação aos resultados empíricos, observou-se que há interação entre as variáveis analisadas no modelo VAR: dívida externa, índice de abertura financeira, saldo da conta financeira e taxa de juros são influenciadas entre si, isto é, variações em uma destas variáveis apresentam reações nas demais. Ressalta-se que a dívida externa apresenta participação significativa em todas as outras variáveis. A variável SCF apresenta maior participação em um choque na dívida externa. Desta forma modelo VAR identificou a existência de relação entre abertura financeira e a dívida externa.

Referências

- AMADO, A.M.; CARUSO, P.R. de S. Liberalização, vulnerabilidade financeira e instabilidade: algumas considerações sobre a economia brasileira. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 20, p. 475-499, 2011.
DOI: <https://doi.org/10.1590/S0104-06182011000300002>.
- ARIENTI, P. F. F.; INÁCIO, J. M. Instabilidade, desregulamentação financeira e a crise do sistema financeiro atual. **Cadernos Cedec, nº 90** (edição especial). Centro de Estudos de Cultura Contemporânea, São Paulo: Nov 2010. <http://www.cedec.org.br/cadernos/>
- ARIENTI, P. F. F. O papel da abertura financeira no financiamento dos investimentos da economia brasileira ao longo da década de 1990. (tese de doutorado). Curitiba. 2004.
<https://acervodigital.ufpr.br/handle/1884/8107>
- BACEN, 2004. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2004/06/ri200406b8p.pdf>>. Acesso em: 21 de julho de 2017.
- BERTELLA, M. A.; LIMA, G. T. Investimento direto externo, acumulação de capital produtivo e distribuição de renda: uma abordagem pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, vol. 25, nº 2 (98), p. 74-95, abril-junho/2005.
DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572005000200006>.
- BIANCARELI, A. M. A visão convencional sobre a abertura financeira e suas mutações recentes. **Est. Econ.**, São Paulo, 40(4), p. 917-942, out.-dez. 2010.
DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-41612010000400007>.
- BIANCARELI, A. M. A globalização financeira e os países em desenvolvimento: em busca de uma visão crítica. In: **I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. 2008.

- CARCANHOLO, M. D. Abertura externa e liberalização financeira: impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (tese de doutorado). Rio de Janeiro: 2002.
- CARNEIRO, D. D.; MODIANO, E. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. In: **A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana [1889-1989]**. ABREU, M. de P. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1990, Pp.323-345.
- CARNEIRO, F. G. A metodologia dos testes de causalidade em economia (Série Textos Didáticos n. 20). Brasília, DF: Universidade de Brasília, 1997.
- CARNEIRO, R. A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas. **Texto para Discussão**. IE/UNICAMP, Campinas, n. 90, out. 1999.
<http://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/1720/texto90.pdf>
- CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, Campinas, (13): p. 57-92, dez. 1999.
- CASTRO, L. B. de. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 1990 (1990-1994). In: GIAMBIAGI, F.; VILELA, A.; CASTRO, L.B. de.; HERMANN, J. **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. Rio de Janeiro. Elsevier. 2ª ed. 2011.
- CERQUEIRA, C. A. Dívida externa brasileira. Banco Central do Brasil. Brasília. 2003.
https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/Documents/outras_pub_alfa/D%C3%ADvida_a_Externa_Brasileira_-_Segunda_Edi%C3%A7%C3%A3o_Revisada_Ampliada.pdf.
- CONTI, B. de.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para a dinâmica das taxas de câmbio e para a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**. v.23, n.2 Campinas ago. 2014.
DOI: <https://doi.org/10.1590/S0104-06182014000200003>.
- FILGUEIRAS, L.; PINTO, E. C. Política e conjuntura econômica no Governo Lula. In: **A Política Econômica do Novo Governo**. Vitória, 5 e 6 de junho de 2003. Departamento de Economia – UFES, 2003.
- FURTADO, C. **O Mito do Desenvolvimento Econômico**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 5ª ed, 1981.
- GENNARI, A. M. Globalização, neoliberalismo e abertura econômica no Brasil nos anos 90. **Pesquisa & Debate**, São Paulo, Volume 13, n. 1(21), p. 30-45. 2001.
<http://www.ufjf.br/pur/files/2011/04/Globaliza%C3%A7%C3%A3o-e-neoliberalismo-abertura-econ%C3%B4mica-no-Brasil-anos-90.pdf>.
- GONÇALVES, R. Globalização econômica e vulnerabilidade externa. In: **Seminário Economia Global, Integração Regional e Desenvolvimento Sustentável**. Rio de Janeiro: 1998.

GONÇALVES, R. Globalização econômica. 2002. In: **O Nó Econômico** (cap.1). Editora Record, Rio de Janeiro, 2002.

GUIMARÃES, S. P. Desafios e dilemas dos grandes países periféricos: Brasil e Índia. **Revista Brasileira de Política Internacional**, vol.41, nº1, Brasília, Jan/Jun. 1998. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0034-73291998000100006>.

GURRIERI, A. Raúl Prebisch – O Manifesto Latino-Americano e Outros Ensaio. Rio de Janeiro: Contraponto: Centro Internacional Celso Furtado, 2011.

HERMANN, J. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: o II PND e a crise da dívida externa (1974-1984). In: GIAMBIAGI, F.; VILELA, A.; CASTRO, L. B. de.; HERMANN, J. **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. Rio de Janeiro. Elsevier. 2ª ed. 2011.

IPEADATA, 2017. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em 28/01/2018.

JUNIOR, P. N. B.; RANGEL, A. de S. O Brasil no Plano Brady: avaliação de alguns aspectos do acordo de 1994. **Indicadores Econômicos**, FEE. Porto Alegre, v.22, nº4, 1995. p. 40-48. <https://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/872/1151>.

LEFORT, F. Dívida externa brasileira e o Plano Brady. **Jovens Pesquisadores**, [S.l.], v. 2, n. 1, 2005. <https://docplayer.com.br/1496773-Divida-externa-brasileira-e-o-plano-brady-resumo.html>.

LUCAMBIO, F. Diferentes testes para verificar normalidade de uma amostra aleatória. **Statistic Research of Paraná**. e. 1, v. 1, p. 1-12. 2008. https://docs.ufpr.br/~lucambio/CE225/2S2009/Normal_test.pdf.

MUNHOZ, V. C. V. Os impactos macroeconômicos da vulnerabilidade externa do Brasil no período 1999-2011: uma investigação por meio de vetores autorregressivos com correção de erros. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 37, n. 1, p. 45-78, jun. 2016. <https://revistas.fee.tche.br/>.

OLIVEIRA, F. de. Efeitos da liberalização financeira em variáveis macroeconômicas, no Brasil – 1995-11. Faculdade de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (dissertação de mestrado), Porto Alegre: 2012. <http://tede2.pucrs.br/tede2/bitstream/tede/3938/1/439303.pdf>.

PAINCEIRA, J. P.; CARCANHOLO, M. D. Abertura financeira e vulnerabilidade externa na América Latina: os impactos sobre o Brasil, México e Argentina. **Texto para Discussão n.º 4**, IE/UFRJ, 2002.

PALLUDETO, A. W. A.; ABOUCHEDID, S. C. A hierarquia de moedas e a relação centro-periferia revisitada. In: **Anais do 42º Encontro Nacional de Economia - Anpec**, Natal: 2014.

- PEREIRA, A. P. M.; SEABRA, F. Crises cambiais e bancárias na década de 1990: uma análise de painel aplicada a mercados emergentes. 2004.
<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A033.pdf>.
- PINHEIRO, A. M.; AMIN, M. M. Fluxos de capitais e componentes macroeconômicos: análise de inter-relações através da aplicação de um modelo de vetores autorregressivos (VAR). Belém, 2005. <http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A036.pdf>.
- PIRES, M. C. **Economia Brasileira: da colônia ao governo Lula**. Editora Saraiva: São Paulo, 2010.
- PRATES, Daniela Magalhães. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro: 2005, p. 263-288. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1415-98482005000200002>.
- PREBISCH, R. **Dinâmica do Desenvolvimento Latino-americano**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1968.
- RAMOS, G. C. A globalização produtiva e a globalização financeira no processo de mundialização da economia. In: **VII Congresso Virtual Brasileiro de Administração (CONVIBRA)**, São Paulo: 2010.
- REGO, J. M.; MARQUES, R. M. **Economia Brasileira**. Editora Saraiva: São Paulo, 5ª ed. 2013.
- RODRIGUEZ, O. **O Estruturalismo Latino-americano**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009.
- SALLUM, B.; GOULART, J. O. O Estado brasileiro contemporâneo: liberalização econômica, política e sociedade nos governos FHC e Lula. **Revista de Sociologia e Política**, v. 24, n. 60, p. 115-135, dez. 2016. DOI: <https://doi.org/10.1590/1678-987316246001>.
- SANDRONI, P. **Novíssimo Dicionário de Economia**. Editora Best Seller: São Paulo, 1999.
- SANTOS, A. J. dos. Modelos Vetoriais Auto-Regressivos com Transição Suave Estruturados por Árvores – STVAR-Tree. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, (dissertação de mestrado), Rio de Janeiro: 2009.
http://www.ime.unicamp.br/sinape/sites/default/files/dissertacao_Alexandre%20Santos%20v3.pdf.
- SILVA, N. M. da. **Geografia Regional do Mundo**. Natal: EDUFRN, 2011.
http://bibliotecadigital.sedis.ufrn.br/pdf/geografia/Geografia_Regional_Mundo_I_Livro_WEB.pdf.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria**. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

Apêndice

Tabela A.1: Teste de Dickey-Fuller Aumentado (ADF)

Variáveis	t-statistic ADF	Valor crítico (5%)
D(DEB(2))	-4,573	-2,998
D(IGE)	-3,401	-2,991
D(IAF)	-3,807	-2,998
D(SCF)	-5,873	-2,991
D(SELIC)	-4,691	-2,991
D(TXCAM(2))	-5,664	-2,998

Fonte: elaboração própria a partir de resultados do Eviews.

NOTA: As variáveis IGE, IAF, SCF e SELIC são estacionárias em primeira diferença. As variáveis DEB e TXCAM são estacionárias em segunda diferença.

Tabela A.2: Teste DF-GLS

Variáveis	t-statistic DF-GLS	Valor crítico (5%)
D(DEB)	-2,540	-1,955
D(IGE)	-3,428	-1,955
D(IAF)	-3,902	-1,956
SCF	-3,325	-1,958
SELIC	-2,084	-1,955
D(TXCAM)	-2,551	-1,955

Fonte: elaboração própria a partir de resultados do Eviews.

NOTA: As variáveis SCF e SELIC são estacionárias em nível. As variáveis DEB, IGE, IAF e TXCAM são estacionárias em primeira diferença.

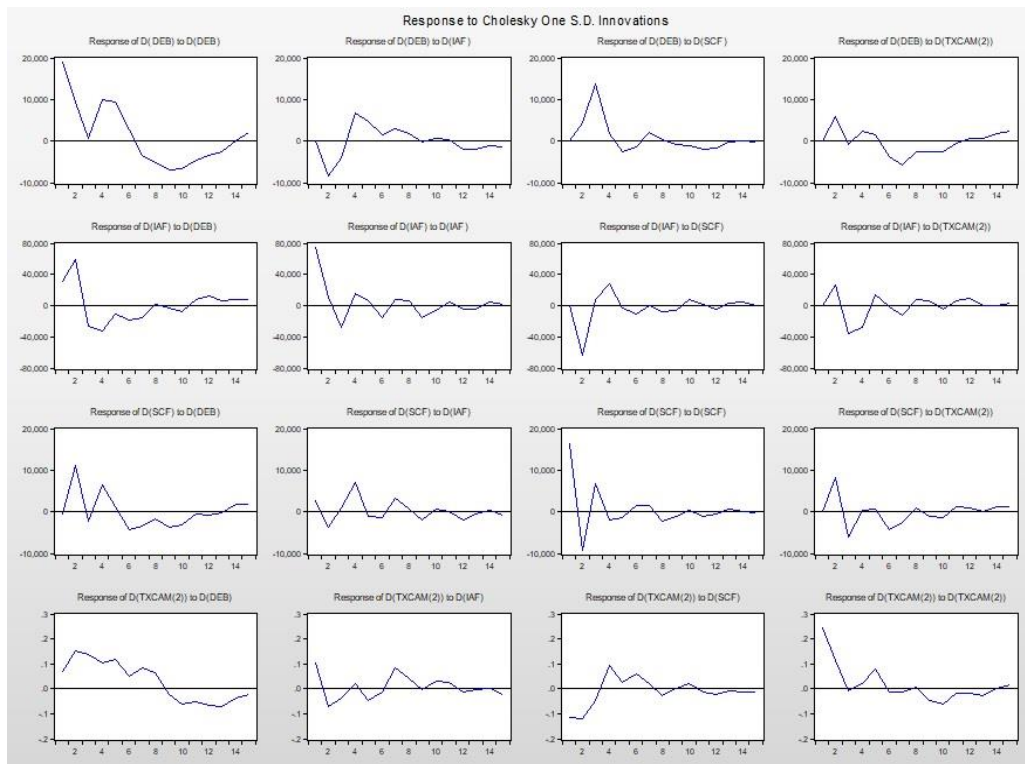
Tabela A.3: Teste de Phillips-Perron (PP)

Variáveis	Adj, T-Stat	Valor crítico (5%)
D(DEB(2))	-4,410	-2,998
D(IGE)	-3,358	-2,991
D(IAF)	-3,755	-2,998
D(SCF)	-5,866	-2,991
D(SELIC)	-5,817	-2,991
D(TXCAM(2))	-5,750	-2,998

Fonte: elaboração própria a partir de dados do Eviews.

NOTA: As variáveis IGE, IAF, SCF e SELIC são estacionárias em primeira diferença. As variáveis DEB e TXCAM são estacionárias em segunda diferença.

Figura A.1: Impulso Resposta



Fonte: Elaboração própria através do Eviews.