

A DINÂMICA DA DÍVIDA EXTERNA NO PERÍODO 1995/2010

Odirlei Fernando dal Moro*
Joaquim Miguel Couto**

RESUMO: Nos primeiros anos da década de 1990, a abertura financeira e a renegociação da dívida em 1994, dentre outras questões, favoreceram diretamente no sucesso do Plano Real. Dentro desse contexto, o crescimento da dívida externa brasileira no período 1995/1998 foi extremamente importante para viabilizar a estabilização de preços. Todavia, na fase 1999/2010, o comportamento da dívida externa no sentido de fechamento do balanço de pagamentos não foi tão significativo quanto no período 1995/1998. A partir de 2007, mesmo com a elevação da dívida externa bruta, o Brasil tornou-se credor em moeda estrangeira, pelo fato de as reservas internacionais terem expandido mais que a dívida externa bruta. Todavia, essa “credibilidade” foi conquistada por meio de recursos da conta financeira do balanço de pagamentos e não dos saldos em transações correntes, não isentando, portanto, a economia brasileira de choques adversos. Nesse sentido, foram desenvolvidas análises procurando mostrar o comportamento da dívida externa bruta e da dívida externa líquida, sempre contrapondo com os saldos do balanço de pagamentos. Para tais propósitos, foram utilizados tabelas e gráficos comparativos envolvendo a dívida externa bruta, dívida externa pública e privada, bem como as reservas internacionais.

Palavras chave: Dívida Externa Bruta; Dívida Externa Líquida; Reservas Internacionais; Balanço de Pagamentos.

1. INTRODUÇÃO

A dívida externa brasileira, ainda que pareça ter tido seu espaço diminuído nas discussões políticas e econômicas dos últimos anos, nem de longe perdeu importância para o país. Nos anos 1990, a abertura comercial e financeira, a renegociação da dívida nos moldes do Plano Brady (1994) e o Plano Real (1993/1994) contribuiu para uma nova dinâmica para a dívida externa brasileira nos anos mais recentes.

Em uma perspectiva histórica, a busca de recursos e consequente endividamento externo pelo governo, geralmente envolveu necessidades de financiamentos do balanço de pagamentos. Quando havia déficit no balanço de pagamentos, sem reservas suficientes para a cobertura, o endividamento externo configurou-se como alternativa para o fechamento do resultado global do balanço. Ademais, em diversas oportunidades, o crescimento da dívida externa também contribuiu para a formação de reservas internacionais. Desse modo, o aporte de divisas, via conta financeira contribuiu para minorar o déficit em transações correntes e, em alguns momentos, para a formação de reservas internacionais.

Com base no exposto, o objetivo do presente estudo é analisar o comportamento da dívida externa brasileira no período 1995/2010. Mais especificamente, busca-se responder empiricamente as seguintes perguntas: qual foi a importância da dívida externa para o Brasil durante os primeiros anos do Plano Real? O que contribuiu para a dívida externa ter uma dinâmica positiva no governo Lula? Como o Brasil tornou-se credor internacional a partir de 2007?

Em relação à metodologia utilizada, o estudo caracteriza-se como pesquisa exploratória e descritiva na medida em que aprofunda, em uma perspectiva histórica, a análise da dinâmica da dívida externa bruta brasileira. Para a fundamentação teórica, foram realizadas pesquisas bibliográficas e documentais, para verificar o comportamento da dívida externa bruta, dívida externa líquida, dívida externa pública e dívida externa privada, sempre relacionando com os resultados das contas do balanço de pagamentos.

O estudo da dívida externa é importante para mostrar as dificuldades enfrentadas pela economia brasileira para financiar o seu balanço de pagamentos, contrapondo com a situação atual de relativo conforto. Porém, a vulne-

* Doutorando em Economia/UEM/ Professor Assistente/UEM

** Doutor em Economia/UNICAMP/Professor Associado/UEM

rabilidade externa a qual o Brasil está exposto, fruto da formação de reservas de caráter eminentemente financeiro, também reflexo da globalização mundial, parece ser a maior preocupação, dado que há uma elevada capacidade de pagamento da dívida com as reservas internacionais disponíveis. Enfim, procurando atender tais propósitos, este trabalho está dividido em três seções, além desta introdução e das considerações finais.

2. ABERTURA, RENEGOCIAÇÃO E PLANO REAL

Os primeiros anos da década de 1990 foram marcados por uma série de importantes transformações para a economia brasileira. Com a vitória de Fernando Collor de Mello (ala liberal), no segundo turno das eleições presidenciais de 1989, sob o candidato Luiz Inácio Lula da Silva (ala esquerdista), as políticas econômicas que vieram seguiram uma forte inspiração neoliberal³, acompanhando uma tendência mundial inaugurada na Inglaterra com Margaret Thatcher no início dos anos 1980. No entanto, o entusiasmo com o novo governo não durou muito tempo por conta dos fracassos no combate a inflação e, principalmente, pelas denúncias de corrupção que valeram a Collor a perda do mandato (FILGUEIRAS, 2000).

Todavia, as decisões tomadas a respeito da política externa tornaram-se decisivas para as transformações posteriores no país. Segundo Castro (2005), as principais mudanças foram: (i) adoção do comércio livre, por meio de um regime de câmbio flutuante; (ii) extinção da chamada “lista negra”, que continha produtos com importação suspensa, atingindo cerca de 1.300 produtos, e; (iii) diminuição gradual das tarifas de importação. Pelo lado financeiro, a abertura objetivou a reinserção do Brasil no mercado internacional de capitais, do qual o país havia sido suprimido involuntariamente, principalmente a partir da moratória dos juros da dívida externa em 1987.

Para Araújo (2005), a abertura financeira objetivou eliminar as barreiras aos movimentos de capitais dando, portanto, maior dinamismo na conta capital e financeira do balanço de pagamentos. Em síntese, as principais mudanças foram: (i) à permissão de agentes externos investirem no mercado acionário brasileiro, operando tanto no mercado primário quanto no secundário; (ii) autorização para aplicação em fundos de investimento; (iii) participação no processo de privatizações; (iv) permissão para investimentos imobiliários; (v) fornecimento de incentivos fiscais e empréstimos do governo para empresas estrangeiras; (vi) flexibilização da legislação sobre o envio de lucros ao exterior; (vii) autorização para que empresas financeiras e não financeiras emitissem títulos de dívida para o mercado financeiro internacional, e; (viii) facilitação da compra de ativos no exterior por parte dos residentes.

Em decorrência principalmente da abertura financeira, o capital internacional retornou, elevando as reservas internacionais do Brasil de US\$ 10,0 bilhões, em dezembro de 1990, para US\$ 42,9 bilhões, ao final de junho de 1994, um dia antes do lançamento do real como moeda.

Antes disso, em abril de 1994, o Brasil assinou um importante acordo de renegociação da dívida externa, seguindo os moldes do Plano Brady⁴ de 1989. Tal estratégia foi o que mais se aproximou de uma solução definitiva das dívidas em moeda estrangeira dos países em desenvolvimento e com dificuldades em seus pagamentos. Embora o Plano tenha chegado anos depois da crise da dívida, certamente foi importante, favorecendo o sucesso do Plano Real e o reescalonamento da dívida externa.

Cabe destacar que o mecanismo utilizado pelo Plano Brady foi de troca de parte da dívida externa dos países devedores com os bancos privados, por bônus de emissão do governo do país devedor, além de prever diminuições de encargos das dívidas, podendo ser tanto do principal quanto do montante dos juros (CASTRO, 2005).

³ Para Mercadante (1998), a liberalização econômica iniciada no Brasil nos primeiros anos da década de 1990 esteve diretamente associada ao Consenso de Washington de 1989, cujos pontos principais eram: (i) abertura da economia ao comércio internacional; (ii) fim das regulamentações econômicas que “travavam” o desenvolvimento capitalista; (iii) diminuição da participação do estado na economia; (iv) privatizações e; (v) flexibilização dos direitos trabalhistas.

⁴ O Plano recebeu esse nome em referência ao secretário de Tesouro norte-americano Nicholas F. Brady.

Porém, para aderir à renegociação da dívida externa ao Plano Brady o país passou por algumas dificuldades. Estando o Brasil fora do mercado financeiro internacional, a renegociação da dívida nos moldes do Plano Brady somente ocorreria por meio de garantias tangíveis aos credores internacionais, sendo estas na forma títulos de uma série especial, os chamados *Zero Coupon Bonds*, emitidos pelo Tesouro norte-americano e que ficaria depositado no Banco de Compensações Internacionais. Sendo assim, o total necessário para a renegociação na ocasião seria aproximadamente US\$ 2,8 bilhões (FIUZA, 2006).

Contudo, para adquirir esses títulos do Tesouro norte-americano, o Brasil necessitava de um empréstimo junto ao Fundo Monetário Internacional, que seria dado mediante o aval dos Estados Unidos. Como o apoio norte-americano não ocorreu na ocasião, à estratégia de compra dos referidos títulos com a utilização de empréstimos externos foi abandonada, partindo o Brasil para a compra dos papéis com recursos próprios diretamente no mercado financeiro.

De acordo com Fiuza (2006), para tal estratégia ter sucesso, as compras deveriam ser feitas sem muito alarde, para não inflacionar o preço dos títulos, e sem a participação direta do governo brasileiro, mas por meio de algum agente influente que o representasse. Para não gerar suspeitas, o governo contratou uma espécie de “espião” do Banco JP Morgan para realizar as compras. No entanto, faltando ainda cerca de US\$ 800 milhões para o fechamento dos US\$ 2,8 bilhões, a estratégia brasileira chegou ao conhecimento das autoridades norte-americanas. De acordo com Prado (2005), temia-se que o secretário do Tesouro dos Estados Unidos impedisse a compra do restante dos títulos, mas isso não ocorreu.

Em síntese, foram renegociados US\$ 49 bilhões da dívida externa brasileira, dos quais US\$ 32,5 bilhões referiam-se a bancos estrangeiros, US\$ 7 bilhões a bancos brasileiros e US\$ 5,7 bilhões de juros atrasados entre 1991 e 1994, bem como US\$ 3,8 bilhões em dinheiro novo. Dos US\$ 32,5 bilhões devidos aos bancos estrangeiros, houve um desconto de US\$ 3,9 bilhões no bônus de desconto, que passou de US\$ 11,2 bilhões para US\$ 7,3 bilhões, reduzindo assim a dívida externa pública total com os bancos estrangeiros para US\$ 28,6 bilhões. Os bônus ao par (US\$ 10,5 bilhões), bônus com redução de juros (US\$ 1,7 bilhão), bônus de conversão (US\$ 1,9 bilhões) e bônus de capitalização (US\$ 7,9 bilhões) permaneceram com os mesmos valores (CAMPELO JUNIOR, 1994).

Com a abertura econômica e financeira e a renegociação da dívida externa, abriu-se caminho para um plano de estabilização de preços. Nesse ínterim, o Plano Real (1993/1994) foi eficaz em seu objetivo, não apenas controlando a inflação temporariamente, característica das tentativas anteriores, mas mantendo-a em níveis adequados ao longo do tempo. Ademais, o Plano Real (1993/1994) foi de fato o mais bem elaborado e sucedido no Brasil no que se refere ao combate da inflação. Dentre inúmeras questões, a elevada liquidez internacional, os juros altos e a âncora cambial contribuíram decisivamente para o sucesso do plano em seus primeiros anos (CASTRO, 2005).

Por sua vez, a chamada âncora cambial, instrumento característico da terceira fase do Plano Real foi paulatinamente tornando-se mais flexível com o decorrer do tempo. Nos primeiros meses do Plano visou-se um teto para o câmbio de R\$ 1,00 igual a US\$ 1,00, podendo flutuar livremente para baixo, sendo que, diante do ingresso de divisas, o real rapidamente valorizou-se frente ao dólar. A trajetória delineada permite avaliar que em julho de 1994 a cotação da moeda brasileira foi de R\$ 0,92 por dólar, atingindo o patamar de R\$ 0,84 por dólar em novembro do mesmo ano, mantendo-se nesse patamar até o início de 1995.

A partir de março de 1995, por conta da redução das reservas internacionais, a autoridade monetária passou a intervir diariamente no mercado cambial, praticando a chamada “banda deslizante” que na prática desvalorizou o real, para o patamar de R\$ 0,95 em outubro de 1995. Dessa maneira, a quarta fase da política cambial, que começou em outubro de 1995 e foi até janeiro de 1999, caracterizou-se por um sistema de minibandas, na qual o real desvalorizou-se de forma lenta e gradual, atingindo o valor mais elevado em dezembro de 1998, R\$ 1,20 por dólar (MODENESI, 2005).

Em suma, a manutenção da moeda nacional valorizada diante da moeda estrangeira, juntamente com uma redução da alíquota média de importação e a exposição da economia brasileira aos reveses do mercado internacional,

fez com que o saldo nas transações correntes, que era deficitário em US\$ 1,8 bilhão, em 1994, saltasse abruptamente para um déficit de US\$ 18,4 bilhões, em 1995, ampliando-se ano após ano, até atingir US\$ 33,4 bilhões, em 1998. Desse modo, a dependência do capital externo via conta financeira, sobretudo pelos empréstimos e financiamentos aumentou sobremaneira, ou seja, a operacionalização da política cambial, ao mesmo tempo em que contribuiu decisivamente no controle da inflação, deteriorou significativamente as contas externas, colocando o Brasil em uma fase de aumento da vulnerabilidade externa (MODENESI, 2005).

Para Singer (1998), a política de juros altos atraiu significativamente os capitais financeiros internacionais compensando os crescentes déficits em transações correntes. O processo de endividamento externo, decorrente da política cambial vigente na época, era tido como uma das consequências do processo de financiamento das importações de bens e serviços. Em outras palavras, a manutenção do câmbio valorizado justificou-se por ter um impacto direto no nível geral de preços da economia, pois ao baratear os produtos e serviços importados, impediu que quaisquer ineficiências fossem repassadas aos preços.

Nesse contexto foi que ocorreu a dinâmica da dívida externa brasileira no período pós Plano Real. A estabilidade de preços parece ter ofuscado outras importantes discussões macroeconômicas e, principalmente, os custos da estabilização, tais como queda do crescimento econômico, desemprego e juros elevados. Todavia, é esses custos, incluso nesse contexto o endividamento externo, que contribuíram para o sucesso do Plano Real. Sob outras condições, o Plano Real tenderia ao fracasso.

3. A DÍVIDA EXTERNA NO GOVERNO FHC (1995-2002)

O sucesso do Plano Real com a estabilidade de preços favoreceu significativamente a eleição de Fernando Henrique Cardoso para a Presidência da República, em 1994. O novo Plano não apenas conteve a elevação do nível geral de preços da economia momentaneamente como nas estratégias anteriores, mas manteve a inflação controlada nos anos que se seguiram, contribuindo para o aumento da confiança das pessoas no novo governo.

No entanto, a política de controle inflacionário, ancorada no câmbio, sofreu uma série de problemas nos anos posteriores por conta das crises internacionais, aumentando a desconfiança sobre a capacidade do setor público em manter o real valorizado diante do dólar. Entre o final de 1994 e o final de 1998 surgiram três crises: (i) a crise mexicana (1994/1995); (ii) a crise do sudeste asiático (1997)⁵ e; (iii) a crise da Rússia (1998). A trajetória delineada, com a sucessão de crise no setor externo impactou diretamente no resultado global do balanço de pagamentos. O governo, procurando conter o déficit no balanço de pagamentos, obrigou-se a utilizar as reservas internacionais e, em 1998, acertar um acordo de US\$ 41,5 bilhões com o Fundo Monetário Internacional. Diante do exposto, o comportamento da dívida externa bruta no período 1995/1998, esteve diretamente ligado à política de estabilização do governo Fernando Henrique Cardoso (GIAMBIAGI, 2011).

Com base nos dados da Tabela 1, verifica-se que a dívida externa bruta cresceu US\$ 80,8 bilhões, durante o primeiro governo Fernando Henrique Cardoso, contribuindo favoravelmente para o fechamento do resultado global do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, para a formação de reservas internacionais. No entanto, no biênio 1997/1998, o déficit acumulado de US\$ 15,9 bilhões fez com que as reservas internacionais caíssem de US\$ 60,1 bilhões, ao final de 1996, para US\$ 44,6 bilhões, em 1998.

⁵ Os países envolvidos na crise asiática de 1997 foram: Indonésia, Coréia do Sul, Malásia, Filipinas e Tailândia.

Tabela 1 - Balanço de pagamentos e reservas internacionais sem o endividamento externo – 1994/1998 – US\$ milhões

Anos	Resultado global do balanço de pagamentos	Varição da dívida externa bruta em relação ao ano anterior	Balanço de pagamentos sem o endividamento externo	Reservas internacionais sem o endividamento externo	Reservas internacionais com o endividamento externo
1994	7.215	-	-	-	38.806
1995	12.919	10.047	2.872	41.678	51.840
1996	8.666	20.242	-11.576	30.102	60.110
1997	-7.907	18.313	-26.220	3.882	52.173
1998	-7.970	32.171	-40.141	-36.259	44.556

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2013a; 2013b) e Ipeadata (2013a).

De fato a situação nos anos de 1997 e 1998, no tocante a dívida externa, pode ser considerada conturbada. Porém, se não fosse o crescimento da dívida externa na ordem de US\$ 80,8 bilhões, durante todo o primeiro governo Fernando Henrique Cardoso, os problemas a serem enfrentados poderiam ser ainda maiores. Sem a expansão da dívida externa, o resultado global do balanço de pagamentos seria deficitário já a partir de 1996, reduzindo as reservas internacionais para US\$ 30,1 bilhões naquele ano. Em 1997, o déficit no resultado global do balanço de pagamentos seria de US\$ 26,2 bilhões, deixando as reservas internacionais em US\$ 3,9 bilhões.

Nesse sentido, sem o crescimento da dívida externa na fase 1995/1998, o governo precisaria recorrer ao Fundo Monetário Internacional antes mesmo da crise asiática, ou seja, ainda em 1996. Em 1999, quando o governo pressionado precisou liberalizar o câmbio, as reservas internacionais estavam em torno de US\$ 40,0 bilhões. Em 1996, sem a dívida externa as reservas estariam em US\$ 30,1 bilhões, praticamente US\$ 10,0 bilhões abaixo. Em outras palavras, a liberalização cambial seria inevitável e conseqüentemente o Plano Real tenderia ao fracasso. Dentro dessa perspectiva, o que o governo fez foi adiar o máximo possível à liberalização do câmbio.

Todavia, com base na Tabela 2, constata-se que no período 1999/2002, a dívida externa bruta caiu em US\$ 13,1 bilhões. Por sua vez, o balanço de pagamentos acumulou um déficit no período de US\$ 6,5 bilhões, enquanto que as reservas internacionais declinaram de US\$ 44,6 bilhões, ao final de 1998, para US\$ 37,8 bilhões, em 2002. Desconsiderando-se o declínio da dívida externa bruta, o resultado global acumulado do balanço de pagamentos seria superavitário em US\$ 8,2 bilhões e as reservas internacionais expandiriam de US\$ 44,6 bilhões, no final de 1998, para US\$ 52,7 bilhões, em 2002.

Tabela 2 - Balanço de pagamentos e reservas internacionais sem o endividamento externo – 1998/2002 – US\$ milhões

Anos	Resultado global do balanço de pagamentos	Varição da dívida externa bruta em relação ao ano anterior	Balanço de pagamentos sem o endividamento externo	Reservas internacionais sem o endividamento externo	Reservas internacionais com o endividamento externo
1998	-7.970	32.171	-	-	44.556
1999	-7.822	1.819	-9.641	34.916	36.342
2000	-2.262	-8.689	6.428	41.343	33.011
2001	3.307	-6.987	10.293	51.637	35.866
2002	302	777	1.079	52.716	37.823

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2013a; 2013b) e Ipeadata (2013a).

Com isso, verifica-se que os empréstimos externos cobriram os déficits em transações correntes do período 1995/1998. Porém, para a fase 1999/2002, a dívida externa sujeitou-se às vicissitudes do balanço de pagamentos. Os déficits em transações correntes reduziram-se ano após ano, saindo de um déficit de US\$ 25,4 bilhões, em 1999, para um déficit de apenas US\$ 7,6 bilhões, em 2002, sendo este comportamento uma consequência direta da liberalização cambial de 1999.

Entre o final de 1999 e o final de 2002, no entanto, a dívida externa caiu US\$ 13,1 bilhões, mostrando que no segundo governo Fernando Henrique Cardoso, o comportamento da dívida externa não contribuiu favoravelmente para os resultados do balanço de pagamentos. Nos anos de 2001 e 2002, o resultado global do balanço de pagamentos melhorou, acumulando um saldo de US\$ 3,6 bilhões, contribuindo para uma recuperação nas reservas internacionais na ordem de US\$ 4,8 bilhões.

Sob outra ótica, verifica-se com base no Gráfico 1, que para o período 1995/1998, a dívida externa bruta tomou uma trajetória ascendente, saindo de US\$ 143,0 bilhões, no final de 1994, para US\$ 223,8 bilhões, ao final de 1998. Expansão esta que se deu de maneira ininterrupta. Na fase 1999/2002, a dívida externa bruta diminuiu, saindo de US\$ 223,8 bilhões, ao final de 1998, para US\$ 210,7 bilhões, em 2002. Analisando-se mais detalhadamente, observa-se que foi o setor privado o responsável principal pela elevação da dívida externa bruta durante o primeiro governo Fernando Henrique Cardoso. A dívida externa privada, que foi de US\$ 36,2 bilhões, no final de 1994, subiu rapidamente, atingindo US\$ 111,3 bilhões, em 1998.

Nesse íterim, ainda que a abertura financeira e a valorização do real diante do dólar tenham contribuído para a elevação da dívida externa privada, certamente as taxas de juros tiveram maior importância. Dentro desse contexto, percebe-se a dupla importância dos juros internos elevados, pois, se por um lado o mesmo atraía capital especulativo, importante para viabilizar o superávit das contas externas, por outro incentivou as empresas a buscarem empréstimos fora do país, haja vista que as taxas de juros internacionais eram menores que as taxas no Brasil.

Contudo, as empresas não se endividaram pensando no equilíbrio do balanço de pagamentos, mas por outros motivos. Já o governo diminuiu seu endividamento externo entre 1995 e 1997, mas precisou aumentá-lo em 1998. Dessa forma, coube aos empréstimos privados no exterior, ainda que induzidos, para garantir a sustentabilidade do Plano Real no primeiro governo Fernando Henrique Cardoso.

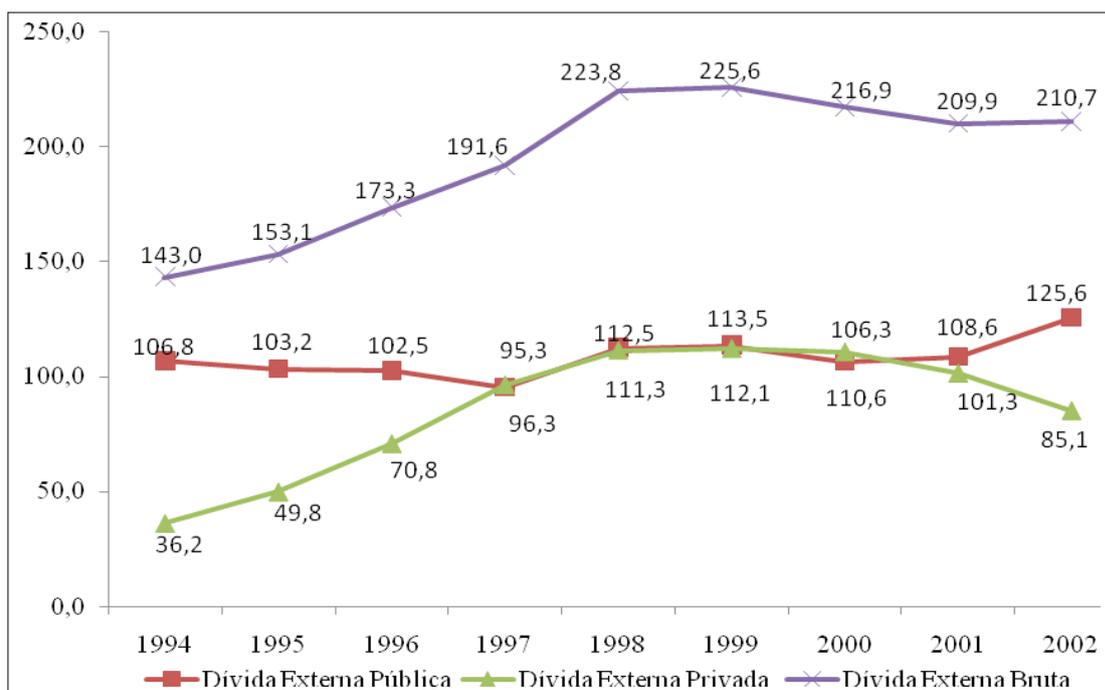


Gráfico 1. Dívida externa pública, privada e bruta 1994/2002 – US\$ bilhões

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2013b; 2013d; 2013e; 2013f; 2013g; 2013h).

Ainda em referência a dívida externa privada, diferentemente do período 1995/1998, a fase 1999/2002, apresentou uma queda do endividamento externo, chegando a US\$ 85,1 bilhões, em 2002. De outro lado, a dívida externa pública também subiu na fase 1995/1998, saindo de US\$ 106,8 bilhões, em 1994, para US\$ 112,5 bilhões, em 1998, mesmo tendo ocorrido uma queda entre o final de 1994 e o final de 1997. Nesse sentido, toda a redução do endividamento externo público nos três primeiros anos do governo Fernando Henrique Cardoso, foi mais que compensado pela expansão da dívida em 1998. Essa dinâmica de crescimento, no entanto, permaneceu no ciclo 1999/2002, atingindo US\$ 125,6 bilhões, em 2002.

Por outro lado, o Gráfico 2 mostra que a expansão da dívida externa bruta no ciclo 1995/1998, também fez a dívida externa líquida subir. A partir do final de 1997, no entanto, a queda das reservas internacionais também contribuiu para o crescimento da dívida externa líquida. Desse modo, a dívida líquida subiu de US\$ 82,9 bilhões, ao final de 1994, para US\$ 164,4 bilhões, ao final de 1998, ou seja, praticamente dobrou. Entre o final de 1998 e o final de 2002, a dívida externa líquida cresceu pouco, saindo de US\$ 164,4 bilhões, em 1998, para US\$ 165,0 bilhões, em 2002. Porém, essa estabilidade somente foi possível por conta da queda da dívida externa bruta na ordem de US\$ 13,1 bilhões, à medida que a soma das reservas internacionais e dos haveres no exterior caíram de US\$ 59,4 bilhões, no final de 1998, para US\$ 45,7 bilhões ao final de 2002.

Desse modo, pode-se inferir que o comportamento das reservas internacionais ficou diretamente atrelado aos resultados do balanço de pagamentos em cada ano. Em épocas de superávit no balanço de pagamentos, as reservas internacionais elevaram seu patamar, conforme ocorreu no triênio 1995/1997. Todavia, no quadriênio 1997/2000, quando o balanço de pagamentos acumulou uma perda de praticamente US\$ 26,0 bilhões, as reservas internacionais caíram sem interrupções em quase US\$ 19,2 bilhões.

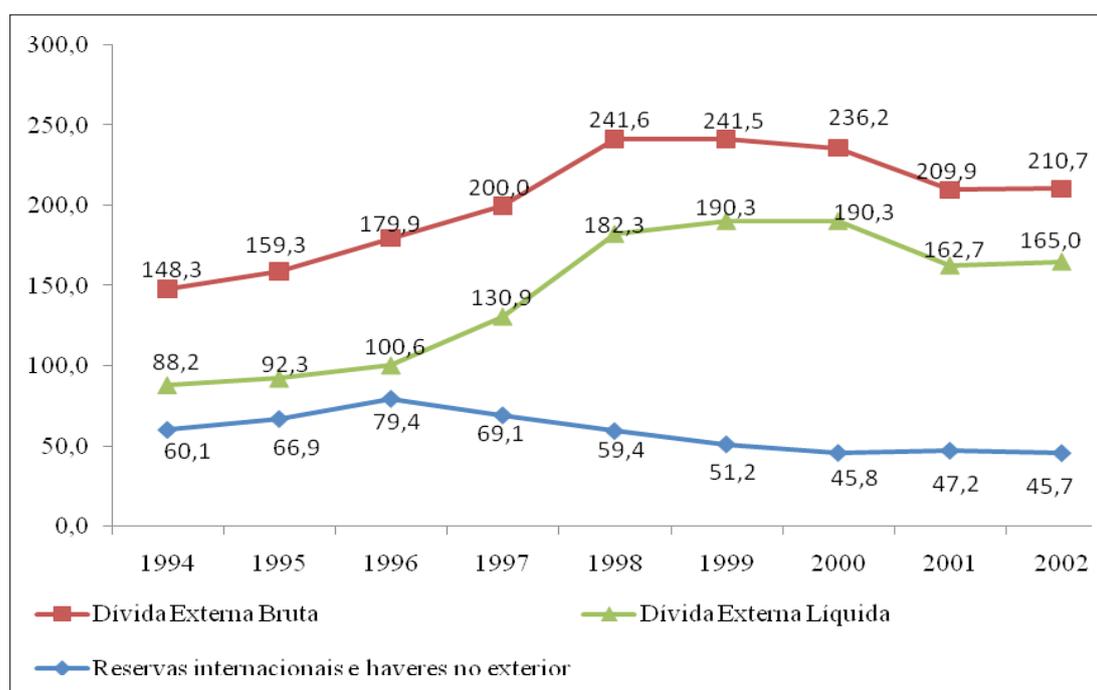


Gráfico 2. Dívida externa bruta e líquida 1994/2002 – US\$ bilhões

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2013b; 2013c) e Ipeadata (2013a).

Nesse ínterim, enquanto o capital financeiro internacional financiou o Brasil, o governo continuou mantendo a política cambial, mesmo com custos elevados. Porém, quando o aporte externo reduziu e as dificuldades chegaram ao extremo, necessitou-se liberalizar o câmbio, em janeiro de 1999. Certamente houve benefícios com a mudança cambial, a julgar pelas significativas reduções dos déficits em transações correntes (GIAMBIAGI, 2011).

Em linhas gerais, evidencia-se que o endividamento externo brasileiro no período 1995/2002, passou por duas fases distintas. Durante o primeiro governo FHC, a expansão da dívida externa bruta, sobretudo a do setor privado, contribuiu significativamente para o fechamento do resultado global do balanço de pagamentos. Fato este que não foi verificado no segundo mandato do governo FHC, pois a necessidade de financiamento caiu com a redução dos déficits em transações correntes. Todavia, para o fechamento do balanço de pagamentos, em 13 de setembro de 2002, o governo brasileiro fechou um acordo de US\$ 30,4 bilhões com o Fundo Monetário Internacional, dos quais US\$ 3 bilhões ingressaram em dezembro daquele ano.

Além disso, o processo eleitoral de 2002 trouxe nuances que amplificaram a crise. Para Couto e Couto (2010), a possibilidade de vitória de Lula à presidência da República, em 2002, gerou um clima de instabilidade no mercado financeiro, temendo-se um calote tanto da dívida externa quanto da interna. Como prova desta insegurança, muitos agentes transformaram seus investimentos financeiros em ativos reais (imóveis) e até mesmo em ouro. Contudo muitos preferiram investir no dólar, fato este que pressionou significativamente a taxa de câmbio, haja vista que a oferta também diminuiu. Por outro lado, a classe mais pobre, grande parte de eleitores de Lula, nada tinha a perder.

4. A DÍVIDA EXTERNA NO GOVERNO LULA (2003-2010)

A vitória de Luiz Inácio Lula da Silva nas eleições presidenciais de outubro de 2002, fez com que perdurassem nos agentes dois tipos de sentimentos. Pelo lado do mercado financeiro, o clima era de incerteza devido aos ideais históricos defendidos por Lula e pelo seu partido. Contudo, por parte das classes de renda mais baixa e que, portanto, não tinham muito a perder, Lula despertava um sentimento de esperança, à medida que com um “operário” na presidência do país, os interesses das classes assalariadas seriam sobrepostos as vontades do mercado financeiro internacional, ou seja, implantar-se-ia uma ruptura ao modelo de desenvolvimento (COUTO; COUTO, 2010).

Embora boa parte das pessoas acreditasse que Lula promoveria um rompimento com o sistema econômico e financeiro vigente, em diversas oportunidades verificou-se que a política econômica adotada no governo anterior seria mantida. Continuidade esta enfatizada pelo candidato petista ainda em campanha eleitoral. O Partido dos Trabalhadores (PT), portanto, havia mudado de estratégia para tentar, pela quarta vez consecutiva, vencer as eleições presidenciais com Lula à frente.

A moderação do discurso e o *marketing* eleitoral desenvolvido na campanha surtiu efeito, fortalecendo a candidatura de Lula, levando-o a vencer a votação em primeiro turno e a eleição em segundo turno. Certamente, esta seria a única estratégia capaz de levar Lula a presidência da República, cumprindo os contratos estabelecidos pelo governo anterior com o Fundo Monetário Internacional, manutenção da política de superávit primário, do regime de metas de inflação e câmbio flutuante, ou seja, continuar com o chamado tripé macroeconômico. O pagamento da dívida externa, ideal não defendido no passado pelo Partido dos Trabalhadores, também deveria ocorrer, abandonando uma série de propostas historicamente defendidas.

Como primeiros sinais da continuidade destacou-se a nomeação de Henrique Meirelles ao posto de Presidente do Banco Central, juntamente com a permanência da antiga diretoria. A indicação de Henrique Meireles representou uma surpresa e ao mesmo tempo um alívio aos agentes ligados ao mercado financeiro. O novo comandante do Banco Central havia sido presidente mundial do *Bank of Boston* em anos anteriores e até então era filiado ao PSDB, tendo sido eleito, nas eleições de 2002, ao cargo de deputado federal por Goiás, ao qual abriu mão, não somente do mandato como se desvinculou do PSDB, para assumir a Autoridade Monetária brasileira.

Em 2006, Luiz Inácio Lula da Silva reeleger-se para a Presidência da República, tendo como principais destaques os seguintes aspectos: (i) o forte apoio popular, principalmente das classes mais baixas e beneficiadas pelos programas sociais; (ii) o bom desempenho da economia, e; (iii) as alianças políticas construídas ao longo do primeiro governo, haja vista que sem boas coligações é possível vencer uma eleição, mas dificilmente consegue-se governar.

Dento desse cenário, com base na Tabela 3, verificou-se uma redução da dívida externa bruta durante o pri-

meiro governo Lula na ordem de US\$ 38,1 bilhões, comportamento este totalmente contrário ao que se pensava que iria ocorrer. Mesmo assim, o resultado global acumulado do balanço de pagamentos foi de US\$ 45,6 bilhões, favorecendo a expansão das reservas internacionais de US\$ 37,8 bilhões, ao final de 2002, para US\$ 85,8 bilhões, em 2006.

Tabela 3 - Balanço de pagamentos e reservas internacionais sem o endividamento externo (final de período) – 2002/2006 – US\$ milhões

Anos	Resultado global do balanço de pagamentos	Variação da dívida externa bruta em relação ao ano anterior	Balanço de pagamentos sem o endividamento externo	Reservas internacionais sem o endividamento externo	Reservas internacionais com o endividamento externo
2002	302	-	-	-	37.823
2003	8.496	4.218	4.277	42.101	49.296
2004	2.244	-13.556	15.800	57.900	52.935
2005	4.319	-31.924	36.243	94.144	53.799
2006	30.569	3.139	27.431	121.574	85.839

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2013a; 2013b) e Ipeadata (2013a).

Nessa perspectiva, caso a dívida externa não tivesse diminuído no período 2003/2006, o superávit acumulado do balanço de pagamentos teria sido maior, atingindo US\$ 83,8 bilhões, elevando as reservas internacionais para US\$ 121,6 bilhões. De qualquer modo, diminuindo ou não a dívida externa bruta, os resultados seriam favoráveis, não precisando o país buscar empréstimo no Fundo Monetário Internacional para equilibrar o balanço de pagamentos, pois a entrada de divisas de outras formas foi mais que suficiente. Lula, portanto, viveu em seu primeiro governo uma situação muito confortável do ponto de vista externo se comparado aos dois mandatos do governo Fernando Henrique Cardoso.

Sob outra ótica, com base na Tabela 4, observa-se que o endividamento externo brasileiro, na fase 2007/2010, assim como na fase 2003/2006, não foi decisivo para isentar o balanço de pagamentos de algum possível déficit. Considerando a variação da dívida externa no ciclo 2007/2010, verifica-se que houve uma acumulação de superávit no balanço de pagamentos de US\$ 186,2 bilhões. Sem a expansão de US\$ 84,2 bilhões, da dívida externa, o resultado acumulado no balanço de pagamentos, seria superavitário em US\$ 102,0 bilhões. Dessa forma, as reservas internacionais cresceriam menos, atingindo em 2010, US\$ 187,8 bilhões, e não US\$ 288,6 bilhões. De qualquer forma, portanto, o país não teria problemas no tocante ao fechamento do balanço com o setor externo.

Tabela 4 - Balanço de pagamentos e reservas internacionais sem o endividamento externo (final de período) – 2006/2010 – US\$ milhões

Anos	Resultado global do balanço de pagamentos	Variação da dívida externa bruta em relação ao ano anterior	Balanço de pagamentos sem o endividamento externo	Reservas internacionais sem o endividamento externo	Reservas internacionais com o endividamento externo
2006	30.569	3.139	27.431		85.839
2007	87.484	20.630	66.854	152.693	180.334
2008	2.969	5.121	-2.152	150.541	206.806
2009	46.651	-148	46.799	197.340	239.054
2010	49.101	58.612	-9.511	187.829	288.575

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2013a; 2013b) e Ipeadata (2013a).

Constata-se então que a dívida externa bruta no governo Lula iniciou uma trajetória de queda entre o final de 2003 e o final de 2005, quando registrou um declínio de US\$ 45,5 bilhões. A partir de 2006, a dívida externa bruta seguiu uma trajetória, quase que ininterrupta de crescimento, atingido US\$ 256,8 bilhões, em 2010. De outro modo, a escalada do endividamento externo brasileiro no ciclo 2006/2010, foi superior à queda verificada na fase 2003/2005. Novamente, portanto, o segundo mandato do governo Lula foi favorável do ponto de vista externo, ainda que os efeitos da crise de 2008 tenham afetado o resultado global do balanço de pagamentos naquele ano.

Por outro lado, com base no Gráfico 4, observa-se que a dívida externa pública caiu durante o governo Lula, pois em 2003 era de US\$ 135,9 bilhões e em 2010 fechou em US\$ 105,5 bilhões. Todavia, a queda do endividamento externo público deu-se apenas entre 2003 e 2008, quando se registrou um declínio de US\$ 51,3 bilhões. A partir de 2009, a dívida externa pública cresceu sem interrupções, atingindo US\$ 105,5 bilhões, em 2010. Pelo lado do setor privado, o que se viu foi uma expansão de US\$ 72,3 bilhões no período 2003/2010. Nos três primeiros anos desse ciclo, o setor privado reduziu seu endividamento externo em US\$ 9,9 bilhões, mas posteriormente aumentou sua dívida chegando a US\$ 151,3 bilhões, em 2010. A partir de 2007, o setor privado já era o maior responsável pela dívida externa brasileira.

Dessa forma, a partir de 2007, o país além de tornar-se credor em moeda estrangeira, passou a ter seu endividamento externo majoritariamente pertencente ao setor privado. Cabe destacar, no entanto, que as reservas internacionais, que tornaram o país credor externo, ainda que atraídos pelo setor privado, passaram a ser do governo.

Isso ocorre da seguinte forma. Normalmente, o montante em reservas internacionais é formado pelos resultados do balanço de pagamentos. Em algumas ocasiões a variação das reservas pode ser maior ou menor que o ocorrido nas contas externas, isso pelo fato de os bancos também terem dólares estocado, justamente para atender situações corriqueiras. Quando a entrada de dólares ou o envio ao exterior é elevado, geralmente ocorrem variações nas reservas internacionais.

Partindo-se do pressuposto de que o regime cambial vigente é flutuante puro, o Banco Central não é obrigado a comprar todos os dólares que entram no país ou vender quando a saída é intensa. Porém, como o regime de câmbio é flutuante sujo, a autoridade monetária em alguns momentos interfere no mercado de divisas.

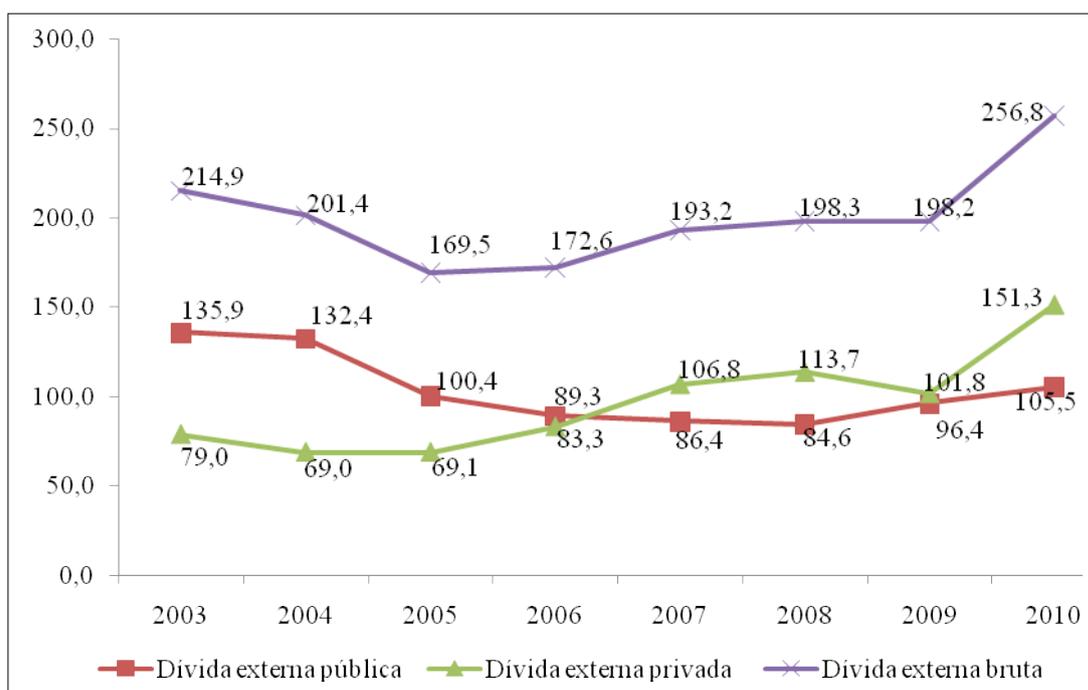


Gráfico 4. Dívida externa pública, privada e bruta – 2003/2010 – US\$ bilhões

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2013c; 2013d; 2013e).

Porém, as divisas que entram e saem, majoritariamente pertencem ao setor privado, sendo este fruto de exportações de bens, envio de lucros e dividendos, pagamento de juros, investimento direto, etc. Da mesma forma que entram os dólares, ocorre uma expansão do estoque de moeda nacional, haja vista que o agente interno não recebe os dólares, mas sim os reais. Esses dólares, quando não estão disponibilizados no mercado financeiro vão para as reservas internacionais, sendo que para isso o governo esteriliza o mercado, via operações de câmbio. Quando ocorre uma entrada maciça de dólares, conforme ocorrido a partir de 2006, que tornou o país credor internacional a partir de 2007, o governo precisa realizar operações de câmbio para retirar dólares do mercado, encaminhando-os as reservas internacionais. Com isso, o real não se valorizou acima do que de fato ocorreria, caso o governo não intervisse.

Sob outro prisma, analisando-se a dívida líquida no ciclo 2003/2010, com base no Gráfico 5, percebe-se que entre 2003 e 2006, a dívida externa bruta sempre foi superior as reservas internacionais e haveres no exterior. No entanto, o comportamento dessas duas variáveis no ciclo 2003/2006, fez com que a dívida externa líquida caísse de US\$ 151,0 bilhões, em 2003, para US\$ 74,8 bilhões, em 2006. A partir de 2007, a dívida externa bruta passou a ser inferior aos créditos brasileiros no exterior, tornando o Brasil credor em moeda estrangeira.

As reservas internacionais e os haveres no exterior que somavam US\$ 63,9 bilhões, em 2003, cresceram para US\$ 97,8 bilhões, em 2006, e para US\$ 205,2, em 2007. No último ano do governo Lula, o montante de reservas internacionais e créditos brasileiros no exterior atingiram o montante de US\$ 256,8 bilhões. Com isso, a dívida externa líquida despencou de US\$ 151,0 bilhões, em 2003, para US\$ 74,8 bilhões, em 2006. Em 2007, a dívida externa líquida ficou negativa em US\$ 11,9 bilhões, expandindo para US\$ 50,6 bilhões negativos, em 2010.

Em face da trajetória delineada, não há como dissociar a dinâmica da dívida com os movimentos do balanço de pagamentos. Dessa forma, enquanto o endividamento externo foi vital na fase 1995/1998, principalmente para dar êxito ao Plano Real, entre 1999 e 2010 esse fator perdeu importância. Ainda que o não endividamento impedisse a formação de superávits em contas externas em 2008 e 2010, é certo que as reservas acumuladas e os resultados satisfatórios dos outros anos cobririam esses déficits.

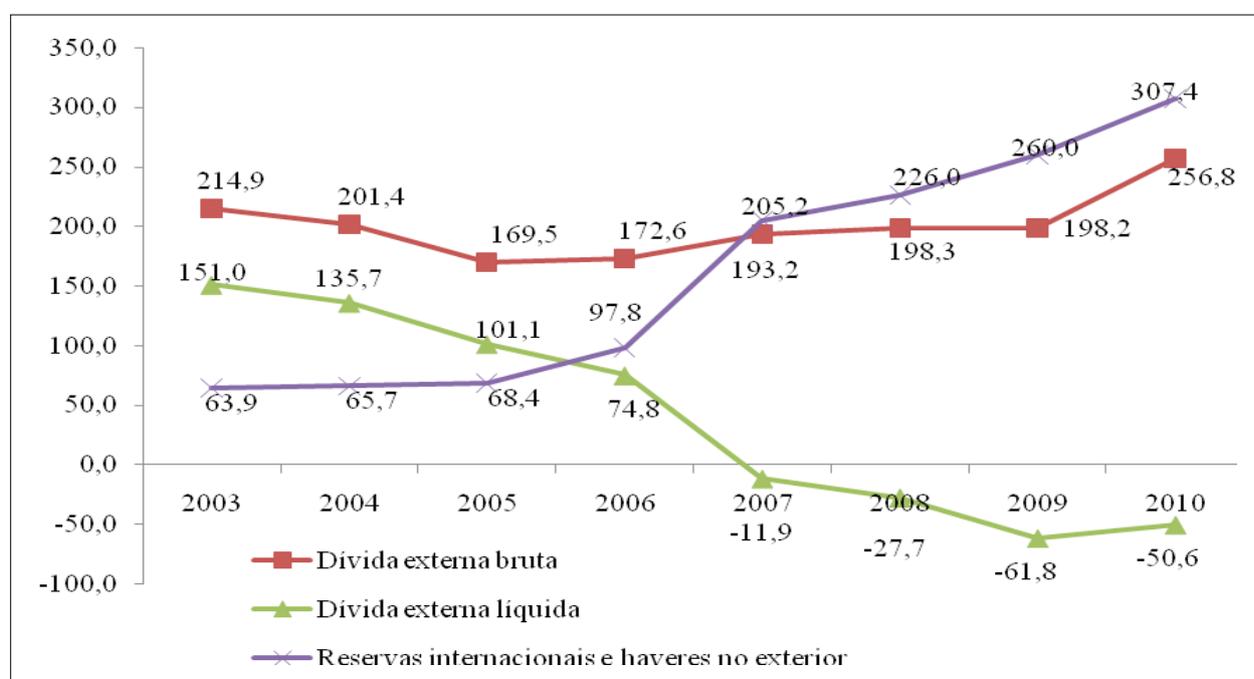


Gráfico 5. Dívida externa bruta e líquida – 2003/2010 – US\$ bilhões

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2013b; 2013c) e Ipeadata (2013a).

Embora tenham ocorrido pagamentos de dívidas com o exterior, no segundo governo Lula, torna-se correto afirmar que o aporte de capital foi muito maior. Em boa parte, isso foi influenciado pela crise de 2008, haja vista que

os agentes externos preferiram enviar divisas ao Brasil, por meio de empréstimos aos bancos em grande parte, do que se arriscarem em economias em tempos de crise, como a europeia e a norte-americana.

O fato de o país ter se tornado credor internacional, a partir de 2007, quando os haveres brasileiros no exterior superaram a dívida externa bruta em US\$ 11,9 bilhões, pode ser considerado com um ponto favorável, haja vista que isso possibilitou maiores condições para o enfrentamento de crises. Ter mais crédito do que débitos com o exterior, no entanto, esconde o que realmente está por traz desse “benefício”. Embora a dívida externa brasileira tenha, a partir de 2006, seguida para patamares recordes, é correto dizer que os haveres no exterior, bem como a vulnerabilidade externa também aumentaram.

Gentil e Araújo (2012), discordam quanto a real capacidade de pagamento da economia brasileira. Tal fato decorre da expansão sobremaneira do passivo externo do país, ou seja, ainda que o crédito externo seja importante, isso, não necessariamente significou diminuição do montante de compromissos externos, pois a dívida externa bruta é apenas um dos componentes do passivo com o exterior.⁶

Indiscutivelmente, a qualidade das reservas internacionais do Brasil não tinha a qualidade ideal para encarar as crises ou eventuais solavancos do mercado financeiro internacional. Certamente, a formação de reservas com base em saldos positivos e duradouros em transações correntes é melhor do que com saldos negativos em conta corrente, mas com elevados superávits na conta financeira. Ainda que elevadas, as reservas internacionais não garantem total segurança ao país.

Portanto, pode-se concluir que a formação das reservas internacionais no Brasil, durante os oito anos do governo Lula teve duas principais características. Primeiramente, com a participação dos saldos positivos das transações correntes, entre 2003 e 2006. Posteriormente, no segundo mandato, os saldos da conta financeira subiram expressivamente, cobrindo os crescentes déficits em transações correntes e gerando superávits no balanço de pagamentos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A moratória dos juros da dívida externa em 1987, consequência direta da deterioração das contas externas em decorrência do fracasso do Plano Cruzado de 1986, excluiu o Brasil do fluxo internacional de capitais pelo menos até meados dos anos 1990. Nos primeiros anos da década de 1990, com a abertura comercial e financeira, a assinatura do acordo com os credores internacionais nos moldes do Plano Brady (1994) e o Plano Real (1993/1994), o capital financeiro internacional foi retornando ao país. Como amostra disso, as reservas internacionais que em dezembro de 1990 estavam em US\$ 10,0 bilhões, atingiram US\$ 42,9 bilhões em junho de 1994.

No governo de Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), destacam-se dois períodos diferentes em relação à dívida externa. Na fase 1995/1998, a dívida externa bruta expandiu 56,5%, enquanto que a dívida externa líquida subiu 98,3%. Essa escalada do endividamento externo brasileiro foi importante para o fechamento do balanço de pagamentos. Caso não fosse à expansão da dívida externa bruta no ciclo 1995/1998, as reservas internacionais teriam declinado em um ritmo mais acelerado, levando o país a recorrer ao Fundo Monetário Internacional antes mesmo da crise asiática de 1997. Em outras palavras, o endividamento externo brasileiro na fase 1995/1998, como um dos custos do Plano Real, favoreceu a estabilização de preços.

Por sua vez, na fase 1999/2002, a dívida externa bruta caiu 5,8%, enquanto que a dívida externa líquida subiu

⁶ De acordo com Lacerda e Oliveira (2009), o passivo externo bruto de um país não envolve apenas a dívida externa, mas tudo aquilo que pode, em um momento seguinte, representar uma saída de capital. Nesse contexto, consideram-se ainda os estoques de investimentos externos (investimento estrangeiro direto, investimento estrangeiro em carteira, investimento estrangeiro em derivativos e os empréstimos e financiamentos dos agentes externos a economia local). Por outro lado, temos o passivo externo líquido, que desconta do passivo externo bruto os estoques de investimentos no exterior (investimento brasileiro direto, investimento brasileiro em carteira, investimento brasileiro em derivativos e os empréstimos e financiamentos dos agentes internos a outros países), bem como os haveres em moeda estrangeira.

apenas 0,4%. Dessa forma, a dinâmica da dívida externa bruta no segundo governo Fernando Henrique Cardoso comportou-se de forma distinta ao observado no mandato anterior, ou seja, a queda do endividamento externo brasileiro prejudicou os resultados no balanço de pagamentos.

Entretanto, no primeiro governo de Luiz Inácio Lula da Silva (2003/2006) a situação melhorou consideravelmente. A dívida externa bruta e a dívida externa líquida caíram 18,1% e 54,7%, respectivamente, ou seja, mesmo com o pagamento de dívidas com o exterior foi possível expandir as reservas internacionais em 126,9%, graças aos superávits do balanço de pagamentos.

No segundo governo de Lula, a dívida externa bruta retomou uma trajetória ascendente, crescendo 48,8%. Porém, a dívida externa líquida saiu de US\$ 74,8 bilhões, ao final de 2006, para US\$ 50,6 bilhões negativos, ao final de 2010, tornando o país credor em moeda estrangeira, fato este iniciado ainda em 2007. Nesse ínterim, o comportamento da dívida externa favoreceu ainda mais os resultados do balanço de pagamentos, contribuindo para um crescimento das reservas internacionais em 236,2%. Cabe destacar, que a partir de 2007 o Brasil tornou-se credor internacional, a julgar que a dívida externa líquida passou a ser negativa.

Pode-se concluir, portanto, que a subida da dívida externa bruta foi fundamental no ciclo 1995/1998, mas diminuiu sua importância para o fechamento do balanço de pagamentos nos anos seguintes, ainda que em alguns anos o resultado global do balanço de pagamentos tenha sido deficitário.

A partir de 2007, o Brasil tornou-se credor internacional, a julgar que a dívida externa líquida passou a ser negativa, dentro de um cenário de aumento da dívida externa bruta. Porém, esse fato ocorrido foi e continua sendo muito positivo para a economia brasileira, à medida que o mercado externo está interessado na capacidade de pagamento do país, ou seja, em sua solvência, não apenas no montante da dívida externa bruta.

Todavia, em meio a tantos fatos animadores, a qualidade das reservas internacionais do Brasil chama a atenção. Percebe-se claramente que sua formação tem-se dado predominantemente pela via financeira do balanço de pagamentos, não dando muita segurança para os saldos em reservas acumulados nos últimos anos. Isso passou a acontecer de maneira mais intensa no segundo mandato do governo Lula, justamente no período em que o Brasil tornou-se credor internacional. Em outras palavras, a credibilidade externa conquistada pelo país deu-se por meio de capital da via financeira do balanço de pagamentos, sendo majoritariamente do investimento direto, que de certa forma não é tão ruim, e dos investimentos em carteira, que incluem os capitais especulativos e, portanto, muito voláteis.

Dentro desse contexto, a formação de reservas internacionais por meio do saldo em transações correntes é o ideal, mas que, no entanto somente ocorreu durante o primeiro governo Lula. Posteriormente os déficits em transações correntes expandiram significativamente, mas foram compensados pela entrada de capital via conta financeira, predominantemente investimentos em carteira, bem como os empréstimos externos, realizados predominantemente pelo setor privado.

ABSTRACT: In the early years of the 1990s, financial openness and debt renegotiation in 1994, among other issues, directly favored the success of the Real Plan. Within this context, the growth of the Brazilian external debt in 1995/1998 period was extremely important in enabling the stabilization of prices. However, during 1999/2010, the behavior of foreign debt towards closing the balance of payments was not as significant as in the previous phase. From 2007, even with rising gross external debt, Brazil became creditor in foreign currency, because international reserves have expanded more than the gross external debt. However, this “credibility” was achieved through the expansion of international reserves, whose origin is found primarily in the financial account of the balance of payments, which does not exempt the Brazilian economy from external shocks. Accordingly, analyzes were performed aiming to show the behavior of gross debt and net external debt, always contrasting with the balances of the balance of payments. For such purposes, comparative tables involving gross external debt, public and private external debt were used, as well as international reserves.

Key words: Gross External Debt; Net external debt; international reserves; balance of payments.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Eliseu Serra. Abertura financeira, vulnerabilidade externa e crescimento da economia brasileira. In: **II jornada internacional de políticas públicas**, São Luiz. Anais..., 2005.

BCB. **Séries Históricas do Balanço de Pagamentos**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>>. Acesso em: 5 jan. 2013(a).

_____. **Dívida externa bruta – US\$ milhões - (anual)**. Sistema gerenciador de séries temporais – tabela 3684. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 27 Out. 2013 (b).

_____. **Dívida externa líquida – US\$ milhões - (anual)**. Sistema gerenciador de séries temporais – tabela 3685. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 27 Out. 2013 (c).

_____. **Empréstimos Intercompanhia – US\$ milhões - (anual)**. Sistema gerenciador de séries temporais – tabela 7941. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 28 Out. 2013 (d).

_____. **Dívida externa registrada – por setor – pública – US\$ milhões - (anual)**. Sistema gerenciador de séries temporais – tabela 3564. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 30 Out. 2013 (e).

_____. **Dívida externa não registrada (curto prazo) – pública – US\$ milhões - (trimestral)**. Sistema gerenciador de séries temporais – tabela 3676. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 30 Out. 2013 (f).

_____. **Dívida externa registrada – por setor – privada – US\$ milhões - (anual)**. Sistema gerenciador de séries temporais – tabela 3566. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 30 Out. 2013 (g).

_____. **Dívida externa não registrada (curto prazo) – privada – US\$ milhões - (anual)**. Sistema gerenciador de séries temporais – tabela 3677. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 30 Out. 2013 (h).

CASTRO, Lavínia Barros de. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990-1994). In: GIAMBIAGI, Fábio; CASTRO, Lavínia Barros de; VILELA, André; HERMANN, Jennifer. **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2005.

CAMPELO JUNIOR, A. Final da Crise? **Revista Conjuntura Econômica**. Fundação Getúlio Vargas, vol. 48, n. 6, junho, 1994.

COUTO, Joaquim Miguel; COUTO, Ana Cristina Lima. **O medo do crescimento: política econômica e dinâmica macroeconômica no primeiro governo Lula**. Maringá: Eduem, 2010.

FILGUEIRAS, Luiz. **História do Plano Real**. São Paulo: Boitempo, 2000.

FIUZA, Guilherme. **3000 dias no Bunker: um plano na cabeça e um país na mão**. Rio de Janeiro: Record, 2006.

GENTIL, Denise Lobato; ARAÚJO, Victor Leonardo de. **Dívida pública e passivo externo: onde está a ameaça?**. IPEA, Texto para discussão nº 1768, 2012.

GIAMBIAGI, Fábio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC. In: GIAMBIAGI, Fábio; CASTRO, Lavínia Barros de; VILELA, André; HERMANN, Jennifer. **Economia brasileira contemporânea (1945-2010)**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2011.

IPEADATA. **Reservas internacionais – liquidez internacional – US\$ milhões - (anual)**. Dados macroeconômicos. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: 16 Fev. 2013 (a).

LACERDA, Antonio Corrêa de; OLIVEIRA, Alexandre. S. **Financiamento externo e instabilidade: uma abordagem pós-keynesiana sobre a economia brasileira do período 1999-2008**. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 2., 2009, Porto Alegre. Anais, 2009.

MERCADANTE, Aloizio. Plano Real e neoliberalismo tardio. In: MERCADANTE, Aloísio. **O Brasil pós-Real: A política econômica em debate**. Campinas: UNICAMP, 1998.

MODENESI, André de Melo. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

PRADO, Maria Clara RM do. **A real história do real**. Rio de Janeiro: Record, 2005.

SINGER, Paul. O Plano Real: continuidade e ruptura. In: MERCADANTE, Aloísio. **O Brasil pós-real: a política econômica em debate**. Campinas: UNICAMP, 1998.