



Instituto de Planejamento Econômico e Social

INPES

Instituto de Pesquisas

TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

TR1

Nº 131

"Influência das Paridades Cam
biais sobre a Dívida Externa:
O Caso Brasileiro - 1983/86"

Fabio Giambiagi

Janeiro de 1988

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.



TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

TRI

Nº 131

"Influência das Paridades Cam-
biais sobre a Dívida Externa:
O Caso Brasileiro - 1983/86"

Fabio Giambiagi

Janeiro de 1988

Tiragem: 100 exemplares

Trabalho concluído em: Janeiro de 1988

Instituto de Pesquisas do IPEA

Instituto de Planejamento Econômico e Social

Avenida Presidente Antonio Carlos, 51/13º/17º andares

20.020 Rio de Janeiro RJ

Este trabalho é de inteira e exclusiva responsabilidade de seu autor. As opiniões nele emitidas não exprimem, necessariamente, o ponto de vista da Secretaria de Planejamento da Presidência da República.

INFLUÊNCIA DAS PARIDADES CAMBIAIS SOBRE A DÍVIDA EXTERNA: O CASO
BRASILEIRO - 1983/86*

Fabio Giambiagi**

* Ao longo do processo de elaboração deste trabalho, o autor be neficiou-se das conversas que teve sobre o tema com Maria Sílvia B. Marques, Edmar Bacha, Eustáquio Reis, Octávio Tourinho, Ricardo Markwald e Winston Fritsch, aos quais agradece as críticas e sugestões, ressaltando porém que, evidentemente, ficam isentos de responsabilidade pelo conteúdo do texto. O agradecimento é extensivo também à Divisão de Balanço de Pagamentos do Banco Central, pelo apoio recebido em termos das informações e dos dados utilizados. Uma primeira versão do artigo foi apresentada num seminário no INPES/IPEA.

** do BNDES, cedido ao INPES/IPEA.

Janeiro 1988

INPES, 131/88

RESUMO

O trabalho trata do aumento da dívida externa bruta brasileira entre 1982 e 1986 e mostra que os fatores-fluxo referentes ao desempenho do balanço de pagamentos explicam apenas 40% da elevação de aproximadamente US\$ 26 bilhões verificada nesses quatro anos. Dessa forma, procura-se individualizar as causas que teriam provocado esta diferença ano a ano, destacando-se o efeito da mudança da paridade do dólar em relação às outras moedas fortes sobre o estoque da dívida externa do país. Finalmente, diante do risco de novas desvalorizações da moeda norte-americana, é sugerida a inclusão de cláusulas de empréstimos especiais nos acordos de renegociação da dívida externa, com base na mesma lógica que norteou a criação de linhas de crédito para os casos de choques externos desfavoráveis.

I - INTRODUÇÃO

O propósito deste artigo é mostrar um aspecto até agora não explorado da evolução do endividamento externo dos anos imediatamente posteriores à crise de balanço de pagamentos (BP) de 1982. Nesse ano, como se sabe, a partir da decretação da moratória mexicana, os mecanismos de financiamento dos déficits em conta corrente dos países em desenvolvimento, que até então funcionavam sem maiores entraves, passaram a enfrentar diversos problemas. Estes fizeram das sucessivas renegociações das dívidas externas dos países em desenvolvimento um processo traumático, no decorrer do qual os países devedores foram obrigados a assumir diversos ônus, vinculados com a vulnerabilidade das suas posições.

Nesse processo, o Brasil destacou-se pelo fato de, nos anos que se seguiram à crise de 1982, ter sido praticamente o único dentre os principais países endividados que conseguiu ajustar o seu BP, gerando os superávits comerciais necessários para pagar os juros da dívida externa, sem precisar de novos empréstimos em volume significativo, com exceção de 1983, quando o processo de ajustamento estava ainda em curso.

Entretanto, este notável esforço de geração do que passou a ser chamado de "megasuperávits" não teve uma correspondência pelo lado da conta de estoque de endividamento, na medida em que a dívida externa, que era de aproximadamente US\$ 85 bilhões no final de 1982, passou a ser da ordem de US\$ 111 bilhões quatro anos depois. Em 1986, por exemplo, ela aumentou US\$ 5,9 bilhões, apesar de o país ter gerado um superávit comercial de US\$ 8,4 bilhões. Pode ser alegado que esse volume foi insuficiente para o pagamento dos juros. Em contrapartida, porém, houve uma grande desacumulação de reservas, o que torna o aumento da dívida particularmente significativo.

A explicação desse fenômeno reside na mudança da paridade de cambial entre o dólar e as outras moedas nas quais o país se endividou. Na medida em que aquele se deprecia, a dívida externa

em dólares tende a aumentar por efeito da valorização do estoque das moedas restantes, mesmo que o país gere fluxos que permitam estabilizar o valor da dívida, caso a cotação relativa entre o dólar e aquelas moedas não se modifique. É surpreendente que este efeito, que se revelou tão relevante no biênio 1985/86, tenha sido negligenciado nos modelos para o setor externo construídos no Brasil.

O fato apontado acima sugere que é importante analisar também como evoluiu a dívida externa no período precedente, durante o qual o dólar se valorizou. Curiosamente, não há registros da ocorrência de um fenômeno inverso ao mencionado, pois enquanto o marco, o iene e as demais moedas fortes caíam frente ao dólar, o país não se beneficiou de forma expressiva desse fenômeno.

Este artigo procura esclarecer estas questões através da decomposição da variação da dívida externa bruta entre 1982 e 1986. Isto é feito separando a parcela passível de ser atribuída à evolução do BP dos outros fatores e tentando mensurar o "efeito-paridade", isto é, o impacto da mudança das paridades dólar/marco, dólar/iene, dólar/libra, etc., sobre o estoque da dívida total medido em dólares.

O texto divide-se em cinco seções. Depois desta breve introdução, a segunda seção apresenta algumas identidades que servirão de embasamento para a discussão do tema. Estas são aplicadas ao caso brasileiro na terceira seção. Dada a relevância dos números ali apresentados, na quarta seção é defendida a proposta de que na renegociação da dívida externa seja incluída uma cláusula de empréstimos especiais, fundamentada na mesma lógica que levou à criação de linhas especiais de crédito para os casos de ocorrência de choques externos desfavoráveis. Por último, a quinta seção inclui uma síntese do trabalho, na qual são enfatizados os principais resultados e conclusões.

II - O BALANÇO DE PAGAMENTOS E SUAS IDENTIDADES

Dado um certo nível inicial de reservas de um país (R),

a variação das mesmas (ΔR) num determinado período de tempo é uma função do déficit em conta corrente (DCC), dos investimentos diretos líquidos (ID), das amortizações e empréstimos brutos (A e B, respectivamente), do valor dos erros e omissões (EO) e da variação adicional de reservas (V) resultante de fatores diversos, como valorização, desvalorização ou incorporação de ouro, mudança na posição de DES e valorização ou desvalorização do estoque inicial das reservas. Conseqüentemente:

$$\Delta R = -DCC + ID + EO + B - A + V \quad (1)$$

Por outro lado, dado o valor da dívida externa bruta de um país (D), a sua variação (ΔD) pode ser decomposta, assim como no caso das reservas, em dois componentes: um de fluxo, que está associado ao resultado do BP e corresponde à diferença entre os valores dos empréstimos brutos recebidos e das amortizações brutas pagas; e outro de estoque, que, por sua vez, diz respeito à variação patrimonial (S) do estoque da dívida total medida em dólares não explicada pelos fatores-fluxo do BP. A variação total é definida pela identidade (2), enquanto a sua decomposição é expressa por (3):

$$\Delta D_t = D_t - D_{t-1} \quad (2)$$

$$\Delta D = B - A + S \quad (3)$$

Definindo $\Delta R'$ como a variação de reservas expurgada dos fatores incluídos em V e substituindo em (1), temos:¹

$$\Delta R' = \Delta R - V \quad (4)$$

$$B - A = \Delta R' + DCC - ID - EO \quad (5)$$

¹Na Tabela 1, o valor de $\Delta R'$ foi calculado como sendo apenas a diferença do estoque em reservas conversíveis entre (t-1) e t, isto é, sem considerar as reservas em ouro, DES e posição no FMI. Isto gera uma certa distorção, na medida em que alguns dos efeitos mencionados não são captados, mas se explica pela ausência de maiores dados sobre o perfil das reservas por moedas, além do que a distorção é irrelevante em face da dimensão dos números discutidos.

Além disso, podemos decompor S em duas parcelas: uma delas (S_1) resulta da mudança das cotações relativas das moedas que compõem o estoque inicial da dívida, supondo que o valor absoluto das dívidas em cada uma das moedas que compõem esse estoque se mantém inalterado durante cada ano; e a outra (S_2) corresponde às mudanças do valor da dívida total medida em dólares que decorrem de outros fatores. Entre estes podem ser citados:

- alterações na composição do estoque inicial durante o ano - não captados, por hipótese, pela primeira parcela de S ;

- diferença entre a composição do estoque da dívida inicial por moedas e a composição dos pagamentos e recebimentos (fluxo) do BP, o que pode mudar o perfil do estoque durante o ano em função da incorporação ou saída de fluxos nas diferentes moedas, combinadas em proporções diferentes em relação ao perfil do estoque;

- atrasos marginais no registro do endividamento por parte do Banco Central, que registraria no ano t créditos assumidos de fato em $(t-1)$;

- atraso - porém não marginal - no registro do endividamento por parte do Banco Central, que registraria no ano t créditos assumidos mais de um ano antes;

- capital flight, nos casos em que o país perde reservas para quitar dívidas na prática, sem que o registro da quitação seja feito, porém, no Banco Central. Este foi um componente importante do endividamento de alguns países da América Latina, notadamente a Argentina.

Dessa forma, S é, por definição:

$$S = S_1 + S_2 \quad (6)$$

Substituindo (5) e (6) em (3), redefine-se ΔD como:

$$\Delta D = \Delta R' + DCC - ID - EO + S_1 + S_2 \quad (7)$$

O valor total de S obtém-se por resíduo em (3), dados os valores de D para dois períodos consecutivos na equação (2) e conhecendo o valor de (B-A) por (5). O valor de S1, por sua vez, é calculado com base nos dados da composição inicial do estoque da dívida por moeda e na mudança das partidas cambiais entre estas. Nesse caso, sendo e^i a taxa de variação cambial da moeda i com relação ao dólar e D^i o valor em dólares do estoque da dívida assumida na moeda i, o valor de S1, medido em dólares, é dado por (8), conforme:²

$$S1_t = \sum_{i=1}^n D_{t-1}^i \cdot e_t^i \quad (8)$$



A partir dos valores de S e S1, então, por (6), obtém-se S2 residualmente.

Estes efeitos costumam não ser tratados na literatura, na qual o termo aqui chamado de S é negligenciado e as variações da dívida são dadas apenas pelas variáveis incluídas em (5). Em particular, cumpre destacar o "efeito-paridade" de e^i em (8), que se reflete sobre (7) e afeta o pagamento de juros dos períodos seguintes.

Nesse sentido, a ausência de tal efeito é justificável em situações em que a paridade do dólar em relação às outras moedas fortes é relativamente estável, mas constitui uma omissão séria dos modelos de external constraints em situações em que essa paridade se altera de forma significativa. Face às circunstâncias agora vigentes e dada a ameaça de continuidade do processo de depreciação do dólar, esses modelos deveriam ser aggiornados com a incorporação daquele efeito.³

²No restante do trabalho, o fato de e^i ser positivo (negativo) deverá ser entendido como sinal de que a moeda e está se apreciando (depreciando) em relação ao dólar.

³O modelo clássico por excelência para avaliar a restrição externa é o de dois hiatos. Para uma apresentação teórica do mesmo, ver Bacha (1982) e, para uma aplicação ao caso brasileiro, ver Fritsch e Modiano (1987).

III - O CASO BRASILEIRO

Com base nas equações expostas na seção anterior, procura-se a seguir identificar as diversas causas que provocaram a continuidade do aumento da dívida externa brasileira em grandes proporções depois de 1982, apesar do esforço de ajustamento realizado.

Na Tabela 1, observa-se que entre 31/12/1982 e 31/12/1986 a dívida externa bruta total aumentou US\$ 25,7 bilhões, dos quais apenas US\$ 10,4 bilhões podem ser explicados pela soma da variação de reservas em divisas conversíveis e dos déficits em conta corrente, descontados os investimentos diretos e o valor dos erros e omissões. Nesta seção procura-se explicar as causas dos US\$ 15,3 bilhões restantes.

Na Tabela 2, que mostra a evolução da composição da dívida externa por moedas, entre 1982 e 1986,⁴ destaca-se o aumento da participação das moedas fortes "não-dólar" na composição da dívida total, ao longo dos últimos anos.

A Tabela 3 apresenta as taxas de variação cambial necessárias à aplicação da equação (8), o que é feito na Tabela 4, onde se calcula o valor que a dívida traduzida em dólares deveria assumir no ano seguinte, caso os fatores-fluxo do BP se anulassem entre si e a dívida em cada uma das moedas permanecesse constante. Na medida em que já se dispõe dos dados definitivos para a evolução das paridades em 1987, optou-se por estender até esse ano tanto a Tabela 3 como também a Tabela 4.

A Tabela 5 calcula a parcela da dívida externa não explicada nem pelo BP nem pelo efeito da variação das paridades e confronta os diversos fatores explicativos da evolução da dívida.

⁴No que diz respeito ao item "outros" da Tabela 2, para efeito de aplicação da taxa de valorização ou desvalorização ao estoque desse componente da dívida total, a ser feita posteriormente, adotou-se a hipótese de que o valor do mesmo mudaria em função da variação da paridade dólar/DES. Para conhecer a evolução da composição da dívida por moedas antes do período estudado, ver Batista Jr. (1987).

TABELA 1

VARIÁVEIS DE ENDIVIDAMENTO E BALANÇO DE PAGAMENTOS

(US\$ milhões)

ANO	DÍVIDA EXTERNA BRUTA TOTAL EM 31/12 (D)	RESERVAS EXCLUSIVE OURO E OUTROS ^a (R')	DÉFICIT EM CON TA CORRENTE ^b (DCC)	INVESTIMENTO DIRETO ^d (ID)	$\Delta D'$	ERROS E OMISSÕES (EO)	$\Delta R' + DCC -$ $- ID - EO$	ΔD
1981	73 962	5 888	11 734	2 326	846	- 414	10 668	9 718
1982	85 304	3 641	16 311	2 548	- 2 247	- 544	12 060	11 342
1983	93 556	4 355	6 837	1 359	714	- 670	6 862	8 252
1984	102 039	11 506	- 45	1 549	7 151	403	5 154	8 483
1985	105 126	10 604	242	1 263	- 902	- 405	- 1 518	3 087
1986	111 045	5 802	4 476	340	- 4 802	- 540	- 126	5 919

FONTE: BACEN.

^a Conceito de liquidez internacional, fim de período.^b Inclui lucros reinvestidos, superávit (-).^c Inclui reinvestimentos.

TABELA 2

COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA, POR MOEDAS^a

(US\$ milhões)

ANO	DÓLAR (1)	MARCO (2)	IENE (3)	FRANCO SUÍÇO (4)	FRANCO FRANCÊS (5)	LIBRA (6)	DES (7)	OUTROS (8)	TOTAL DÍVI- DA REGIS- TRADA (9) = (1) A (8)	DÍVIDA NÃO- REGISTRADA (10)	TOTAL (11) = (9)+(10)	(2) A (8) / (11)
1980	41 965	4 496	3 694	1 226	890	443	-	1 133	53 847	10 397	64 244	0,185
1981	49 987	4 049	3 510	1 313	798	554	-	1 200	61 411	12 551	73 962	0,154
1982	58 268	3 893	3 574	1 328	826	451	547	1 311	70 198	15 106	85 304	0,140
1983	65 703	4 075	4 265	1 526	1 136	389	2 653	1 572	81 319	12 237	93 556	0,167
1984	72 559	4 075	4 995	1 541	1 303	336	3 967	2 315	91 091	10 948	102 039	0,182
1985	72 680	5 271	6 478	1 899	1 762	698	4 608	2 461	95 857	9 269	105 126	0,220
1986	72 367	7 030	9 406	2 397	2 401	1 021	4 490	2 647	101 759	9 286	111 045	0,265

FONTE: BACEN.

^a Equivalência em dólar segundo taxas de câmbio vigentes ao final de cada período.

TABELA 3

TAXA DE VARIAÇÃO DAS PARIDADES CAMBIAIS (%)

ANO	DÓLAR/MARCO	DÓLAR/IEENE	DÓLAR/FRANCO SUÍÇO	DÓLAR/FRANCO FRANCÊS	DÓLAR/LIBRA	DÓLAR/DES
1981	- 13,1	- 7,7	- 1,9	- 21,3	- 20,0	- 8,7
1982	- 5,0	- 6,4	- 9,9	- 14,4	- 15,4	- 5,2
1983	- 12,8	1,2	- 8,4	- 19,5	- 10,2	- 5,1
1984	- 13,4	- 7,7	- 15,7	- 13,3	- 20,3	- 6,4
1985	27,7	25,6	24,3	26,9	24,9	12,0
1986	26,8	25,8	28,1	17,4	2,1	11,4
1987	21,6	28,8	25,5	18,1	25,8	15,0

FONTE: Anexo 2.

OBS.: Uma taxa positiva (negativa) significa que o dólar está se depreciando (apreciando).

TABELA 4

ESTIMATIVA DO EFEITO DA MUDANÇA DAS PARIDADES SOBRE
O VALOR DO ESTOQUE DA DÍVIDA EXTERNA

ANO	DÍVIDA EXTERNA BRUTA TOTAL 1	VALOR ESTIMADO DA DÍVIDA INICIAL ^a 2	EFEITO DA MUDANÇA DAS PARIDADES ^b 3
1980	64 244	-	-
1981	73 962	62 970	- 1 274
1982	85 304	73 143	- 819
1983	93 556	84 435	- 869
1984	102 039	91 936	- 1 620
1985	105 126	106 009	3 970
1986	111 045	109 872	4 746
1987	n.d.	117 652	6 607

FONTE: Elaboração própria, com base em dados do BACEN.

^a Calculado pela fórmula $D_t^i = \sum_{t-1}^i (1 + e_t^i)$, onde D^i representa a dívida em moeda i traduzida em dólares, e corresponde à taxa de variação da relação dólar/moeda i e o índice i aplica-se às diferentes moedas que compõem o estoque inicial da dívida. Assumiu-se a hipótese de que toda a dívida não registrada é em dólares.

^b Calculado subtraindo-se ao valor da coluna 2 em t o valor da coluna 1 em $(t-1)$.

n.d. = não disponível.

TABELA 5

VARIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA - DECOMPOSIÇÃO
POR FATORES-FLUXO E ESTOQUE

(US\$ milhões)

ANO	ΔD^a (1)	$\Delta R^1 + DCC -$ $ID - E^b$ (2) ⁰	S (3) = (1) - (2)	S1 ^a (4)	S2 (5) = (3) - (4)
1981	9 718	10 668	- 950	-1 274	324
1982	11 342	12 060	- 718	- 819	101
1983	8 252	6 862	1 390	- 869	2 259
1984	8 483	5 154	3 329	-1 620	4 949
1985	3 087	-1 518	4 605	3 970	635
1986	5 919	- 126	6 045	4 746	1 299

FONTE: Elaboração própria, com base em dados do BACEN.

a, b Tabela 1.

^c Parcela de aumento do endividamento correspondente à valorização do estoque da dívida do final do período precedente, referente às mudanças de paridade. Obtido da Tabela 4 (coluna 3).

^d Parcela do aumento do endividamento não explicada pelas colunas 2 e 4.

Como vemos, depois de 1982 há dois biênios nitidamente diferenciados: 1983/84, no qual os principais fatores que explicam a evolução da dívida são a variável definida como S2 e o comportamento do BP, com predomínio do déficit em conta corrente em 1983 e da variação das reservas em divisas conversíveis em 1984; e 1985/86, quando o efeito da variação das paridades se torna particularmente importante, dado o impacto da desvalorização do dólar frente às moedas européias e ao iene.

Antes de abordar o período mais recente, é conveniente fazer um parêntese para frisar que no período 1983/84, quando o marco, o iene e outras moedas fortes estavam se depreciando em relação ao dólar, não se verificou a ocorrência de um fenômeno de sinal inverso ao registrado nos anos posteriores. Naquele biênio,

o aumento da dívida foi bastante superior à soma dos "fatores-fluxo", prova de que houve outros fatores que concorreram no sentido de incrementar o endividamento, como se observa na última coluna da Tabela 5.⁵

O valor calculado para a parcela ainda não explicada de aumento da dívida (S2) em 1983 e 1984 é, de fato, bastante elevado. Algumas pessoas nos sugeriram que talvez a causa disso fosse a defasagem de registro de empréstimos tomados durante a crise de BP de 1982/83. O argumento, entretanto, não parece procedente, pois o acréscimo do valor de D no ano t apenas compensaria a subestimação contábil da dívida em (t-1). Portanto, um valor positivo de S2, nesse caso, em t, deveria ser precedido de um valor negativo em (t-1), supondo a ausência de influência de outros fatores no resultado dessa variável. O sinal de S2, porém, na Tabela 5, é sempre positivo, o que retira validade ao argumento.

A explicação mais plausível para o fenômeno é que no período 1983/84, quando o país ficou submetido a uma espécie de auditoria contábil do FMI, tenham sido registradas subitamente dívidas que, na realidade, tinham sido acumuladas ao longo de vários anos, sem que o Banco Central fizesse o registro das mesmas, o que gerou aumentos da dívida contabilizada totalmente descolados da evolução do BP.

Em relação à Tabela 5, cabe esclarecer que a ausência de dados disponíveis em caráter definitivo para 1987 nos impediu de estendê-la para esse ano, mas, pelas informações preliminares, o fator-fluxo do BP - devido ao déficit em conta corrente - teria

⁵A este respeito, vale destacar que, utilizando uma metodologia semelhante à nossa, o Banco Morgan estima em US\$ 7 bilhões o que é por ele denominado de fuga de capitais, no período 1983/85, para o caso do Brasil [Morgan (1986)]. É interessante mencionar que este valor representou 23% da fuga de capitais estimada pelo Morgan para a América Latina no período - US\$ 30 bilhões -, enquanto que no período 1976/82 tal percentagem teria sido de apenas 3% - US\$ 3 bilhões em US\$ 93 bilhões.

voltado a ser importante, embora a continuidade da desvalorização do dólar tenha dado origem novamente a um valor expressivo de \$1.

Relativamente ao que foi denominado "efeito-paridade", deve-se levar em consideração que o importante não é exatamente o aumento do estoque em si, mas a necessidade futura que tal aumento gera de elevação do fluxo de dispêndio em juros por parte do país. Isto não ocorreria se nas relações financeiras internacionais prevalecesse uma "regra de perfeita arbitragem" que tornasse os juros reais de todos os países iguais.⁶ Nesse caso, o aumento do estoque seria compensado por uma queda da taxa de juros incidente sobre ele, de tal forma que o resultado da multiplicação desta taxa pelo referido estoque não se alterasse. Na prática, porém, isso não tem ocorrido, o que fez com que o aumento do estoque da dívida medido em dólares representasse de fato um ônus para o país em termos de necessidade de pagamento de juros. A principal causa disso é que - contrariamente às dívidas assumidas em dólar - a maior parte dos créditos recebidos em marcos, ienes e outras moedas fortes encontra-se sujeita a taxas de juros fixas em termos dessas moedas, conforme é mostrado na Tabela 6.

TABELA 6

COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO POR MOEDAS E TAXAS DE JUROS

(US\$ milhões)

MOEDA	SALDO DA DÍVIDA (31/12/86)	TAXA DE JUROS			
		Fixa	%	Flutuante	%
Marco	7 030	5 642	80	1 388	20
Iene	9 406	6 315	67	3 091	33
Franco Suíço	2 397	1 827	76	570	24
Franco Francês	2 401	1 440	60	961	40
Libra	1 021	830	81	191	19
Subtotal	22 255	16 054	72	6 201	28
Dólar e outros	79 504	8 044	10	71 460	90
TOTAL	101 759	24 098	24	77 661	76

FONTE: Banco Central (DIBAP/DEPEC). Informações obtidas a partir de um pedido especial.

⁶Para uma discussão teórica do assunto, ver Williamson (1983, Cap. 10).

É razoável supor que nas estratégias de renegociação, conhecendo as imperfeições de mercado e a não-vigência de "regra de perfeita arbitragem" e, além disso, intuindo corretamente o sentido das futuras variações das paridades dólar/outras moedas fortes, os credores tenham nos últimos dois ou três anos procurado manter ou aumentar a proporção dos empréstimos em moedas "não-dólar", recusando-se a trocar nestas moedas por créditos em dólar e tentando trocar créditos na moeda norte-americana por créditos em ienes, marcos, libras, etc.⁷ O resultado dessa política pode ser visto na já citada Tabela 2.

É claro que, supondo que a taxa cambial do país esteja atrelada ao dólar, o país tende a se beneficiar da desvalorização deste devido à maior competitividade das exportações nos países cuja moeda está se apreciando. O que se pretende frisar é que o efeito competitividade não é o único resultado da desvalorização do dólar. Além disso, em particular nos últimos dois anos, esse efeito não foi relevante. Não apenas o país não viu aumentados os seus preços de exportações em dólares - que, teoricamente, poderiam se elevar sem afetar o preço do produto em marcos, ienes e outras moedas que estivessem se apreciando -, como também não houve um aumento das exportações causado pelo incremento das vendas para Alemanha, Japão, França e outros países em relação a cujas moedas o cruzeiro ou o cruzado estivessem se desvalorizando em termos reais. É óbvio que para isto também contribuiu o aquecimento da economia interna, mas o fato é que o perfil - independentemente do total ao qual ele se refere - da pauta de exportações não se modificou significativamente, como pode ser visto na Tabela 7.

⁷ Na renegociação multianual mexicana de 1985, por exemplo, ficou estabelecido que os bancos poderiam financiar parte de seus créditos em moeda local, o que transfere o risco da depreciação do preço relativo do dólar para o país devedor. Além disso, recentemente, na Argentina, críticos do governo denunciaram a suposta troca de passivos que teria ocorrido com a substituição da dívida em dólares por dívidas em outras moedas, por ocasião da última renegociação.

TABELA 7

COMPOSIÇÃO DA PAUTA DE EXPORTAÇÕES DO BRASIL (%)

ANO	CEE	JAPÃO	ESTADOS UNIDOS ^a	OUTROS	TOTAL
1983	26,0	6,5	23,1	44,4	100,0
1984	25,2	5,6	28,5	40,7	100,0
1985	26,9	5,5	27,1	40,5	100,0
1986	26,3	6,8	28,2	38,7	100,0

FONTE: Banco Central.

^aInclui Porto Rico.

IV - UMA PROPOSTA PARA A RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA

A literatura crítica a respeito das recomendações do FMI tem enfatizado o fato de que este órgão estabeleceria relações de causalidade impróprias a partir de certas identidades básicas.

Denotando por Y o PIB, YN a renda nacional, RLEE a renda líquida enviada ao exterior, AI a absorção interna, X e M as exportações e importações de bens e serviços não-fatores, respectivamente, e CC o saldo em conta corrente, tem-se um conjunto de identidades representadas pelas equações (9) a (13):

$$Y = YN + RLEE \quad (9)$$

$$Y = AI + (X - M) \quad (10)$$

$$YN + RLEE = AI + (X - M) \quad (11)$$

$$CC = (X - M) - RLEE \quad (12)$$

$$YN - AI = CC \quad (13)$$



Na opinião dos críticos do Fundo, este elaboraria os seus diagnósticos partindo da suposição de que todas as vezes em que o resultado de CC em (13) fosse negativo estar-se-ia em presença de uma absorção "excessiva". Isto porque o país estaria "vivendo além dos próprios meios", embora em princípio a relação de causalidade pudesse ser diversa, com o saldo negativo sendo causado não por um valor alto de AI e sim por um valor baixo de YN, de corrente de algum choque exógeno adverso.

Contra-pondo-se ao receituário clássico que recomenda, nesses casos, a adoção de medidas destinadas a reduzir a absorção interna, tais críticos passaram a defender programas alternativos de ajuste, baseados na realização de reformas ditas "estruturais" que, no curto prazo, implicariam o alargamento do fluxo de financiamento para os países devedores.

Conforme foi mencionado acima, tais programas se baseavam num diagnóstico pelo qual o saldo negativo da conta corrente adviria de choques externos, dentre os quais, tipicamente:

- uma deterioração dos termos de troca;
- uma performance negativa das economias da OECD; ou
- um aumento da libor ou da prime rate.

Para os países em desenvolvimento não produtores de petróleo como um todo, por exemplo, de acordo com as estimações de Cline (1983), no decênio 1973/82 a dívida externa aumentou US\$ 482 bilhões, dos quais US\$ 401 bilhões poderiam ser atribuídos a choques exógenos, assim distribuídos: US\$ 260 bilhões devidos ao preço do petróleo; US\$ 79 bilhões à queda dos termos de troca dos outros bens; US\$ 41 bilhões ao aumento real da libor e da prime rate; e US\$ 21 bilhões à redução do quantum de exportações provocado pela recessão mundial no início dos anos 80.⁸

⁸Para um exercício similar aplicado ao caso brasileiro, ver Ba cha (1984).

A partir de tais diagnósticos e recomendações alternativas à ortodoxia tradicional, na renegociação das dívidas externas dos países em desenvolvimento tem-se procurado incluir cláusulas de financiamento especiais para a eventualidade da ocorrência de uma modificação adversa de algumas das variáveis acima citadas.

Da mesma forma, esse princípio é válido para que dentre as variáveis a serem consideradas para a criação de linhas alternativas de crédito figure a paridade entre o dólar e as demais moedas fortes. Dessa forma, caso a moeda norte-americana se deprecie e o valor da dívida traduzida em dólares mas assumida em outras moedas aumente, o país não teria que pagar os juros adicionais disso decorrentes com recursos próprios, já que teria acesso a novos empréstimos. Estes, assim, lhe permitiriam arcar com o acréscimo do serviço da dívida, sem comprometer os níveis de absorção interna. Note-se que, se esta cláusula de empréstimos compensatórios tivesse sido incluída, por exemplo, num eventual acordo de renegociação da dívida em 1984, hoje o país teria que pagar com recursos próprios juros sobre uma dívida da ordem de US\$ 100 bilhões e não de US\$ 110 bilhões, ou seja, em torno de US\$ 1 bilhão/ano a menos - supondo uma taxa de juros de 10%.

A consideração da desvalorização do dólar como choque exógeno, entre outras coisas, é recomendável pelo fato de que, embora esta moeda tenha caído muito nos últimos dois anos, no atual contexto de turbulência da economia mundial não é de descartar a possibilidade de que, no futuro, uma crise de confiança no dólar faça cair ainda mais a sua cotação, acentuando os fenômenos antes descritos e gerando ônus ainda maiores para o país.

Cabe frisar também que a proposta encontra precedentes na existência de linhas de crédito similares já existentes no âmbito das organizações multilaterais ou de acordos específicos, linhas essas disponíveis para o caso de, por exemplo, queda no preço das exportações de um país. Por outro lado, ela corresponde a uma capitalização implícita de parte dos juros e, nesse sentido, tem um paralelo com as sugestões de Langoni (1985), além de ser

inteiramente compatível com outras propostas de reforma, como, por exemplo, as de Bacha (1987).

Por último, independentemente do que vier a ser feito no futuro, os dados parecem indicar que o país não soube - ou não pôde - compor um mix adequado com os seus diversos passivos, destinado a minimizar o risco global.

Incorreu-se, assim, num erro oposto ao que tinha sido observado, anteriormente, em outros países. Mohl e Sobol (1983) mostram que, por exemplo, entre 1979 e 1982, se os países subdesenvolvidos não produtores de petróleo, que acumularam um volume de empréstimos líquidos de US\$ 137 bilhões, tivessem tomado esses créditos de acordo com uma cesta de moedas baseada na composição do seu comércio internacional (trade-weighted mix of currencies), o valor desse montante no final de 1982 teria sido de apenas US\$ 125,5 bilhões.

No caso específico do Brasil, enquanto nos anos em que o dólar se apreciava e as outras moedas se desvalorizavam o país não obteve benefícios expressivos disso, nos anos em que o dólar passou a se depreciar e as outras moedas a se apreciar não só a dívida inicial traduzida em dólares aumentou devido a isso, como também as novas dívidas foram sendo assumidas nas moedas fortes. Observe-se que, na Tabela 2, entre 1984 e 1986 a dívida nominal em dólares caiu ligeiramente, ao passo que a dívida medida em dólares assumida em marcos e ienes aumentou mais do que aquilo que caberia esperar com base na apreciação dessas moedas exposta na Tabela 3.

É claro que o ideal nessa situação - dever apenas em dólares e exportar para formar reservas só em marcos e ienes - não pode ser atingido, porém cabe supor que, caso se tivesse atentado desde o início para a importância de se criarem mecanismos de hed-ge, o país poderia ter definido uma estratégia de composição da dívida que evitasse prejuízos de tanta magnitude.

V - CONCLUSÕES

Entre 1982 e 1986, a dívida externa bruta total - registrada e não-registrada - aumentou US\$ 25,7 bilhões, dos quais apenas US\$ 10,4 bilhões se deveram ao comportamento das variáveis-fluxo do BP, sendo a parcela restante decorrente da valorização das moedas européias e do iene frente ao dólar (US\$ 6,2 bilhões) e de outros fatores (US\$ 9,1 bilhões).

Isto significa que o drástico ajustamento externo pelo qual passou o país foi insuficiente para evitar a continuidade do processo de elevação da dívida externa, devido à incidência de outros fatores. Neste processo, ao longo do período analisado podem ser distinguidos claramente dois biênios: 1983/84, quando a variação da dívida decorreu dos fatores-fluxo do BP e dos outros fatores não relacionados com a mudança das paridades; e 1985/86, quando ela obedeceu primordialmente à desvalorização do dólar, que fez aumentar a dívida equivalente nessa moeda assumida em marcos, ienes, libras, DES, etc.

Considerando a possibilidade de que o processo de desvalorização do dólar continue se estendendo no tempo, seria desejável que na renegociação da dívida fosse incluída essa variável como um dos fatores passíveis de habilitarem o país a receber linhas de crédito compensatórias, semelhantes às que existem ou são reivindicadas para o caso da ocorrência de choques exógenos adversos. Assim, da mesma forma que, por exemplo, no caso da deterioração dos termos de troca, o país não teria que gerar maiores superávits em termos de quantum, na medida em que poderia compensar tal deterioração com novos empréstimos, estes também estariam disponíveis para o caso de uma valorização do estoque da dívida que aumentasse o fluxo de pagamento de juros que o país deve fazer regularmente.

Em particular, diante da perspectiva de que o Japão venha a financiar os déficits do Terceiro Mundo, é crucial que esses créditos sejam concedidos em dólares e não em ienes. Caso con

trário, o ganho de divisas inicial que o país pudesse obter tenderia a ser corroído posteriormente, em função do aumento da taxa de juros implícita em dólares que resultaria do eventual fortalecimento da moeda japonesa.

ANEXO 1

COTAÇÃO DAS MOEDAS POR DÓLAR (Fim de Período)

ANO	MARCO	IENE	FRANCO SUÍÇO	FRANCO FRANCÊS	LIBRA	DES
1980	1,959	203,00	1,764	4,516	0,419	0,784
1981	2,255	219,90	1,799	5,748	0,524	0,859
1982	2,377	235,00	1,995	6,725	0,619	0,907
1983	2,724	232,20	2,180	8,348	0,689	0,955
1984	3,148	251,10	2,585	9,592	0,865	1,020
1985	2,461	200,20	2,077	7,561	0,692	0,910
1986	1,941	159,10	1,624	6,455	0,678	0,818
1987	1,597	123,50	1,294	5,454	0,539	0,711

FONTE: BACEN.

ANEXO 2

COTAÇÃO DO DÓLAR POR MOEDAS (Fim de Período)

ANO	MARCO	IENE	FRANCO SUÍÇO	FRANCO FRANCÊS	LIBRA	DES
1980	0,510	0,00493	0,567	0,221	2,385	1,275
1981	0,443	0,00455	0,556	0,174	1,908	1,164
1982	0,421	0,00426	0,501	0,149	1,615	1,103
1983	0,367	0,00431	0,459	0,120	1,451	1,047
1984	0,318	0,00398	0,387	0,104	1,157	0,980
1985	0,406	0,00500	0,481	0,132	1,445	1,098
1986	0,515	0,00629	0,616	0,155	1,475	1,223
1987	0,626	0,00810	0,773	0,183	1,855	1,406

FONTE: Anexo 1.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BACHA, E.L. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos. Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro, 12(2):285-310, ago. 1982.
- _____. Choques externos e perspectivas de crescimento: o caso do Brasil - 1973/89. Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro, 14(3):583-622, dez. 1984.
- _____. O sistema de condicionalidades do FMI: uma proposta de reforma. Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro, 17(2):333-42, ago. 1987.
- BATISTA JR., P.N. International financial flows to Brazil since the late 1960's - an analysis of debt expansion and payments problems. World Bank, 1987.
- CLINE, W. International debt and the stability of the world economy. Institute for International Economics. Sep. 1983.
- FRITSCH, W. & MODIANO, E. A restrição externa ao crescimento econômico brasileiro: uma perspectiva de longo prazo. Rio de Janeiro, PUC/RJ, jul. 1987 (Texto para Discussão, 166).
- LANGONI, C. A crise do desenvolvimento - uma estratégia para o futuro. Rio de Janeiro, José Olympio, 1985.
- MOHL, A. & SOBOL, D. Currency diversification and LDC debt. Federal Reserve Board of New York Quarterly Review. Autumn, 1983.
- MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY. LDC capital flight. Carta mensal, mar. 1986.
- WILLIAMSON, J. Macroeconomics. New York, Basic Books, Inc. Publishers, 1983.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

EDITADOS A PARTIR DE JANEIRO DE 1986

- Nº 85 - "Fundos Sociais", Fernando A. Rezende da Silva e Beatriz Azeredo da Silva, Janeiro 1986, 29 p.
- Nº 86 - "Optimal Foreign Borrowing in a Multisector Dynamic Equilibrium Model: A Case Study for Brazil", Octávio A.F. Tourinho, Janeiro 1986, 47 p.
- Nº 87 - "Proposta de Diretrizes Preliminares para uma Política de Abastecimento", Maria Beatriz de A. David, Março 1986, 44 p.
- Nº 88 - "Os Impactos da Política de Comercialização Agrícola sobre a Produção e os Preços. Uma Análise da Literatura e Algumas Evidências Empíricas", Maria Beatriz de A. David e Luis Alberto de L.C. Ribeiro, Março 1986, 49 p.
- Nº 89 - "Distribuição de Renda: 1970/1980", José W. Rossi, Maio 1986, 17 p.
- Nº 90 - "Balança Comercial e Dinâmica da Desvalorização Cambial no Brasil, 1970/84", Helson C. Braga e José W. Rossi, Maio 1986, 20 p.
- Nº 91 - "Algumas Considerações sobre os Efeitos da Reforma Monetária no Campo Social: Seguro-Desemprego e Previdência Social", Francisco E.B. de Oliveira, Kaizô Iwakami Beltrão e Marco Aurélio de Sá Ribeiro (estagiário), Maio 1986, 16 p.
- Nº 92 - "Modelos de Previsão para Séries de Produção e Preços : Metodologia Bayesiana e Box-Jenkins para Séries Temporais", Gutemberg H. Brasil, Hélio S. Migon, Reinaldo C. Souza, Sérgio S. Portugal, Maio 1986, 63 p.
- Nº 93 - "O Controle de Preços dos Alimentos e seus Efeitos sobre a Produção e o Abastecimento. Algumas Considerações para o Ano de 1986", Maria Beatriz de A. David, Junho 1986, 39 p.

II

- Nº 94 - "Previsão da Inflação e Produção Industrial Pós-Choque via Análise de Intervenção", H.S. Migon e G.H. Brasil , Julho 1986, 18 p.
- Nº 95 - "Exacerbação do Consumo e Salário Médio: Evidências sobre o Efeito-Sincronização", Ricardo Cicchelli Velloso , Setembro 1986, 20 p.
- Nº 96 - "The Demand for Money in Brazil Revisited", José W. Rossi, Outubro 1986, 24 p.
- Nº 97 - "O Programa de Estabilização Econômica e o Poder de Compra do Salário Mínimo", Daniel A.R. de Oliveira e Ricardo Cicchelli Velloso, Outubro 1986, 19 p.
- Nº 98 - "Formação de Expectativas num Contexto de Inflação Baixa e Alta Incerteza", Fábio Giambiagi, Outubro 1986, 38 p.
- Nº 99 - "Progresso Técnico na Indústria Brasileira: Indicadores e Análise de seus Fatores Determinantes", Helson C. Braga e Virene Matesco, Outubro 1986, 71 p.
- Nº 100 - "As Migrações Internas e a Previdência Social", Maria Helena F.T. Henriques e Kaizô Iwakami Beltrão, Outubro 1986, 59 p.
- Nº 101 - "Testing for First Order Serial Correlation in Temporally Aggregated Regression Models", Pedro L. Valls Pereira , Novembro 1986, 17 p.
- Nº 102 - "Notas sobre as Estatísticas de Investimento no Brasil", Guilherme Gomes Dias, Dezembro 1986, 35 p.
- Nº 103 - "A Dívida Pública no Brasil e a Aritmética da Instabilidade", José W. Rossi, Dezembro 1986, 12 p.
- Nº 104 - "Estudos para a Reforma Tributária - Tomo 1: Proposta de Reforma do Sistema Tributário Brasileiro", Fernando A. Rezende da Silva, Março 1987, 63 p.

- Nº 105 - "Estudos para a Reforma Tributária - Tomo 2: Tributação de Renda e do Patrimônio", Francisco de Paulo Correia Carneiro Giffoni e Luiz A. Villela, Fevereiro 1987, 67 p.
- Nº 106 - "Estudos para a Reforma Tributária - Tomo 3: Tributação de Mercadorias e Serviços", Ricardo Varsano, Fevereiro 1987, 165 p.
- Nº 107 - "Estudos para a Reforma Tributária - Tomo 4: Contribuições Sociais", Fernando A. Rezende da Silva e Beatriz A. Silva, Fevereiro 1987, 94 p.
- Nº 108 - "Estudos para a Reforma Tributária - Tomo 5: Federalismo Fiscal", José Roberto Afonso e Thereza Lobo, Março 1987, 153 p.
- Nº 109 - "A Aritmética da Escala Móvel: Uma Análise do Comportamento do Salário Real num Regime de Reajustes com Periodicidade Endógena", Fábio Giambiagi, Março 1987, 30 p.
- Nº 110 - "Inflação, Preços Mínimos e Comercialização Agrícola: A Experiência dos Anos Oitenta", Gervásio Castro de Rezende, Abril 1987, 39 p.
- Nº 111 - "A Política Salarial e a Crise Econômica", Fernando A. Rezende da Silva, Maio 1987, 32 p.
- Nº 112 - "Surplus Labor and Industrialization", Kevin M. Murphy, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, Maio 1987, 19 p.
- Nº 113 - "Um Modelo de Consistência Multissetorial para a Economia Brasileira", Márcio Gomes Pinto Garcia, Maio 1987, 42 p.
- Nº 114 - "Endividamento Municipal: O Estado Atual das Dívidas das Capitais Estaduais", Thompson Almeida Andrade, Agosto 1987, 26 p.
- Nº 115 - "Modelo de Equilíbrio Geral para o Brasil com Fluxos Reais e Financeiros Integrados", Marco Antonio Cesar Bonomo, Outubro 1987, 43 p.

IV

- Nº 116 - "Elasticidades de Engel no Brasil usando um Sistema de Equações com Especificação LOGIT", José W. Rossi e Cesar das Neves, Outubro 1987, 15 p.
- Nº 117 - "Projeções do IPCA", Pedro L. Valls Pereira e Sergio S. Portugal, Outubro 1987, 36 p.
- Nº 118 - "A Carteira de Trabalho e as Condições de Trabalho e Remuneração dos Chefes de Família no Brasil", Ricardo Paes de Barros e Simone Varandas, Outubro 1987, 28 p.
- Nº 119 - "Perspectivas e Necessidades Educacionais da Mão-de-Obra", Manoel Augusto Costa, Outubro 1987, 16 p.
- Nº 120 - "Modelo Multissetorial CEPAL/IPEA para o Brasil", Fábio Giambiagi, Guilherme Gomes Dias, Juan José Pereira e Márcio Gomes Pinto Garcia, Outubro 1987, 124 p.
- Nº 121 - "A Reforma Fiscal no Processo de Elaboração da Nova Constituição", Fernando A. Rezende da Silva e José Roberto R. Afonso, Novembro 1987, 53 p.
- Nº 122 - "Avaliação do Sistema Tributário Proposto no Projeto de Constituição", Ricardo Varsano, Novembro 1987, 35 p.
- Nº 123 - "O Orçamento Brasileiro: seu Processo Atual e as Reformulações Propostas no Projeto Constitucional", Maria da Conceição Silva, Novembro 1987 (a ser publicado).
- Nº 124 - "As Contribuições Sociais no Projeto de Constituição", Beatriz Azeredo, Novembro 1987 (a ser publicado).
- Nº 125 - "Endividamento Municipal: Análise da Situação Financeira de Quatro Capitais Estaduais (São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte e Salvador)", Thompson A. Andrade, Novembro 1987, 33 p.
- Nº 126 - "Ajuste Externo e Agricultura no Brasil: 1981/86", Gervásio Castro de Rezende, Dezembro 1987, 46 p.

- Nº 127 - "Considerações sobre a Relação entre a Dívida Pública e a Inflação", José W. Rossi, Dezembro 1987, 09 p.
- Nº 128 - "Estratégias de Desenvolvimento: América Latina vs. Leste Asiático", Armando Castelar Pinheiro, Dezembro 1987, 35p.
- Nº 129 - "Industrial Policies and Multinational Enterprises in Latin America", Helson C. Braga e Virene Matesco, Dezembro 1987, 30 p.
- Nº 130 - "A Sensibilidade das Medidas de Desigualdade à Padronização da Jornada de Trabalho", Ricardo Paes de Barros, Janeiro 1988, 28 p.

O INPES edita ainda as seguintes publicações: Pesquisa e Planejamento Econômico (quadrimestral), desde 1971; Literatura Econômica (quadrimestral), desde 1977; Coleção Relatórios de Pesquisa; Série Textos para Discussão do Grupo de Energia (TDE); Séries Monográficas; Série PNPE; Série Estudos de Política Industrial e Comércio Exterior (EPICO); Relatório Interno; Informes Conjunturais; Boletim Conjuntural; Série Estudos sobre Economia do Setor Público (ESEP) e Série Fac-Símile.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)