

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

SAMUEL COSTA PERES

FRAGILIDADE FINANCEIRA E VULNERABILIDADE EXTERNA NA
ECONOMIA BRASILEIRA (1990-2013)

Maringá, PR
2014

SAMUEL COSTA PERES

**FRAGILIDADE FINANCEIRA E VULNERABILIDADE EXTERNA NA
ECONOMIA BRASILEIRA (1990-2013)**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Maringá como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Eliane Cristina de Araújo Sbardellati.

**Maringá, PR
2014**

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

P437f Peres, Samuel Costa
Fragilidade financeira e vulnerabilidade externa na economia brasileira (1990-2013)
/ Samuel Costa Peres. – Maringá, 2014.
170 f. : il.

Orientadora: Eliane Cristina de Araújo.

Ênfase em Teoria econômica.

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Maringá, 2014.

1. Fragilidade financeira. 2. Vulnerabilidade externa. 3. Economia brasileira. I. Araújo, Eliane Cristina de. II. Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas. III. Título.

SAMUEL COSTA PERES

**FRAGILIDADE FINANCEIRA E VULNERABILIDADE EXTERNA NA
ECONOMIA BRASILEIRA (1990-2013)**

Esta Dissertação foi julgada e aprovada para obtenção do Título de **Mestre em Economia**, no Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Maringá.

Maringá (PR), 17 de fevereiro de 2014.

Banca Examinadora:

Prof^a Dr^a. Eliane Cristina de Araújo Sbardellati (UEM)
Orientadora

Prof^a. Dr^a. Maria de Fátima Garcia (UEM)

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho (UFRGS)

*Dedicado a minha família, em especial, aos meus pais,
Eleusa e Antonio Durval Peres, por todo o amor, apoio e
confiança.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família, a minha companheira, aos meus amigos, e aos professores e servidores do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá, em especial, a minha orientadora, Eliane. Agradeço, igualmente, a CAPES, pelo apoio financeiro.

“A inflação é péssima, o impasse externo mortal.”

M. H. Simonsen (1979)

PERES, S. C. **Fragilidade Financeira e Vulnerabilidade Externa na Economia Brasileira (1990-2013)**. Dissertação (Mestrado). Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Universidade Estadual de Maringá, UEM, Maringá, 2014.

RESUMO

O objetivo neste trabalho é examinar a evolução da fragilidade financeira e da vulnerabilidade externa da economia brasileira a partir de 1990, isto é, a partir do aprofundamento dos processos de integração e liberalização financeira do país. A preocupação central que motiva e justifica o estudo é que a forma com que um país se insere internacionalmente tem diferentes implicações em termos de financiamento e dependência do capital estrangeiro, e da capacidade de enfrentamento de choques ou fatores desestabilizadores externos e, portanto, assume papel fundamental na trajetória de crescimento de longo prazo da economia. Para contemplar o objetivo proposto, o estudo divide-se em dois ensaios interdependentes. No Ensaio 1, realizou-se uma revisão da literatura no tocante à fragilidade financeira externa, tendo como ponto de partida a hipótese de instabilidade financeira de Hyman Minsky. Na sequência, foi aplicado o índice de fragilidade financeira externa (IFE) desenvolvido por Paula e Alves Junior (1999), além de um indicador complementar, que serviram de base para a análise. Constatou-se que os indicadores de fragilidade financeira refletiram bem a volatilidade e irregularidade dos fluxos estrangeiros de capitais, mesmo nos períodos de abundante liquidez internacional, demonstrando o caráter financeiramente instável das economias globalizadas. Ainda, sublinharam a importância dos investimentos estrangeiros diretos e financiamentos de longo prazo para o arrefecimento dessa fragilidade, e, principalmente, a necessidade de um volume elevado de reservas internacionais como política de ampliação das margens de segurança. O Ensaio 2 dedicou-se a análise da vulnerabilidade externa brasileira no período mencionado, com enfoque ao seu caráter estrutural, por meio do exame das esferas produtivo-real, tecnológica, comercial e monetário-financeira, e de uma comparação entre alguns países recentemente industrializados (NICs), a partir do índice de vulnerabilidade externa estrutural (IVE) proposto por Gonçalves (2005). Nesse ensaio, evidenciou-se que os recorrentes desequilíbrios de fluxos e estoques referentes às relações econômicas internacionais do país apontam uma elevada vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira. Ademais, a análise comparativa internacional revelou que no período abordado, o Brasil apresentou o maior IVE entre as economias do grupo, ao passo que economias caracterizadas por uma inserção mais ativa e prudente no mercado global apresentaram os menores índices. Finalmente, conclui-se que a redução da vulnerabilidade externa estrutural passa pela capacidade da economia brasileira de reequilibrar sua conta de transações correntes, tornando-se menos dependente de superávits na conta financeira, isto é, menos dependente dos ciclos de liquidez internacional. No entanto, sem o resgate de uma política de desenvolvimento, que promova modificações na estrutura produtiva, e produza reflexos na pauta exportadora brasileira, o único meio de ampliar os saldos comerciais é a expansão contínua dos preços e da demanda internacional por bens primários e intensivos em recursos naturais.

Palavras-chave: Fragilidade financeira, Vulnerabilidade externa, Economia brasileira.

ABSTRACT

The main objective in this work is to examine the evolution of financial fragility and external vulnerability of the Brazilian economy from 1990s, i.e., from the country's deepening integration processes and financial liberalization. The central concern that motivates and justifies the study is that the way a country inserts itself internationally has different implications in terms of funding and dependence on foreign capital, and the ability to deal with external shocks or destabilizing factors, and, therefore, assumes a key role in the path of long-term growth of the economy. To cover the proposed objective, the study is divided into two interdependent essays. In the Essay 1, a literature review was conducted with regard to external financial fragility, taking as the starting point the financial instability hypothesis of Hyman Minsky. Afterwards, the index of external financial fragility (EFI) developed by Paula and Alves Junior (1999) is applied, in addition to a supplementary indicator, which served as the basis for the analysis. It was verified that the indicators of financial fragility reflected significantly the volatility and irregularity of foreign capital flows, even during periods of abundant international liquidity, demonstrating the financially unstable character of globalized economies. They also underlined the importance of foreign direct investment and long-term financing to reduce this fragility, and, especially, the necessity of a large volume of international reserves as an expansion of safety margins policy. The Essay 2 performed an analysis of the Brazilian external vulnerability in the referred period, focusing its structural character, through the examination of real-productive, technological, commercial and monetary-financial spheres, and a comparison of some newly industrialized countries (NICs), from structural external vulnerability index (EVI) proposed by Gonçalves (2005). Regarding the results, it became evident that the recurrent stocks and flows imbalances related to the international economic relations of the country indicate a high structural external vulnerability of the Brazilian economy. Furthermore, the international comparative analysis revealed that in the covered period, Brazil had the highest IVE between the economies of the group, while economies characterized by a more active and prudent insertion in the global market had the lowest rates. Finally, it can be concluded that the reduction of structural external vulnerability requires the capability of the Brazilian economy to rebalance its current account, making it less dependent on the financial account surpluses, i.e., less dependent on international liquidity cycles. Nevertheless, without the rescue of a development policy that promotes changes in the production structure, and produce reflexes on Brazilian exports, the only way to expand trade surpluses is the continued expansion of prices and international demand for primary and natural-resource intensive goods.

Keywords: Financial fragility, External vulnerability, Brazilian economy.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

ENSAIO 1

Figura 1 - Diferentes regimes de financiamento	36
Figura 2 - Diagrama de fase para um equilíbrio estável em regime especulativo.....	40
Quadro 1 - Dívida externa e posições financeiras dos países.....	46
Gráfico 1 - Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE) – Brasil: 1990-I a 2013-II.....	61
Gráfico 2 - IFE e saldos das contas corrente e financeira – Brasil: 1990-I a 2013-II	63
Gráfico 3 - IFE e reservas internacionais (US\$ bilhões) – Brasil: 1990-I a 2013-II.....	64
Gráfico 4 - Balança comercial e taxa de câmbio real – Brasil: 1990-I a 2013-II.....	66
Gráfico 5 - Fluxos líquidos de capitais (US\$ milhões) – Brasil: 1990-2012	68
Quadro 2 - Componentes do IFFE: contas do balanço de pagamentos	75
Gráfico 6 - Evolução do IFFE – Brasil: 1990-I a 2013-II	76
Gráfico 7 - IFFE e saldos das contas corrente e financeira – Brasil: 1990-I a 2013-II	78
Gráfico 8 - IFFE e reservas internacionais – Brasil: 1990-I a 2013-II.....	78

ENSAIO 2

Gráfico 1 - Evolução das exportações e da balança comercial (US\$ bilhões), da taxa de câmbio real e do índice geral de preços de commodities – Brasil: 1990-2012.....	108
Gráfico 2 - Despesas com serviços e rendas (% do PIB) – Brasil: 1990-2012	109
Gráfico 3 - Desequilíbrio de fluxos do balanço de pagamentos – Brasil: 2002-2012.....	110
Gráfico 4 - Fluxos líquidos de capitais (US\$ bilhões) – Brasil: 1990-2012.....	112
Gráfico 5 - Déficit em Conta Corrente vs. Necessidade de Financiamento Externo (% PIB) – Brasil: 1990-2012.....	114
Gráfico 6 - Estoque de IED e Formação Bruta de Capital Fixo (% PIB) – Brasil: 1990-2012	116
Gráfico 7 - Estoque de IED ¹ por ramo de atividade (Em %) – Brasil: 1995-2011.....	117
Gráfico 8 - Evolução da produção industrial (Em %) – Brasil: 1996-2012	119

Gráfico 9 - Composição do valor da transformação industrial por setor de atividade (Em %) – Brasil: 1996-2012	121
Gráfico 10 - Composição do valor da transformação industrial brasileira por setor industrial (Em %) – Brasil: 1996-2011	122
Gráfico 11 - Produção industrial e comércio varejista (<i>quantum</i>) – Brasil: jan/2003-mai/2013.....	124
Gráfico 12 - Coeficientes de exportações e penetração de importações (Em %) – Brasil: 1996-2012	125
Gráfico 13 - Evolução das exportações por classe de produto (<i>quantum</i>) – Brasil: 1996-2012.....	127
Gráfico 14 - Evolução das exportações e importações por classe de produto (Em % do total) – Brasil: 1996-2012	128
Gráfico 15- Evolução das exportações por intensidade tecnológica (% do total) – Brasil: 1996-2012	129
Gráfico 16 - Evolução das importações por intensidade tecnológica (% do total) – Brasil: 1996-2012	129
Gráfico 17 - Evolução das exportações segundo grupos setoriais (% do total) – Brasil: 1996-2012.....	131
Gráfico 18 - Evolução das importações segundo grupos setoriais (% do total) – Brasil: 1996-2012.....	132
Figura 1 - Market share setorial das exportações e importações (Em %) – Brasil: 1995-2012.....	134
Gráfico 19 - Vantagem Comparativa Revelada (VCR), segundo grupos setoriais – Brasil: 1995-2012	136
Gráfico 20 - Evolução da Dívida Externa e Reservas Internacionais (US\$ bilhões) – Brasil: 1990-2012	138
Gráfico 21 - Evolução do Passivo Externo (US\$ bilhões) – Brasil: 2001-2013	142
Gráfico 22 - Composição do passivo externo (% do total) – Brasil: 2002-2012	144
Gráfico 23 - Índice de vulnerabilidade externa estrutural – Média: 1990-2012	151
Gráfico 24 - Média dos índices que compõem o IVE: 1990-2012.....	151

LISTA DE TABELAS

ENSAIO 1

Tabela 1- IFE médio e seus componentes em subperíodos selecionados - Brasil.....	65
Tabela 2 - IFE anual médio do Brasil entre 1990-2013	66
Tabela 3 - IFFE anual médio no Brasil entre 1990-2013	77

ENSAIO 2

Tabela 1 - Transações correntes e conta capital e financeira – Brasil: 1990-2013 (% do PIB)	106
Tabela 2 - Indicadores de vulnerabilidade externa conjuntural – Brasil: 1990-2012.....	107
Tabela 3 - Saldo setorial do comércio internacional (US\$ milhões) – Brasil: 1996 - 2012	130
Tabela 4 - Estrutura da Posição Internacional de Investimento (PII).....	140
Tabela 5 - PII e Passivos Externos (US\$ milhões) – Brasil: 2001-2013	141
Tabela 6 - Indicadores de solvência externa – Brasil: 2001-2012.....	145
Tabela 7 - Estimativa da rentabilidade da PII (Em %) – Brasil: 2001-2012	147
Tabela 8 - Índice de vulnerabilidade externa estrutural: 1990-2012	150

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
2. FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA: ASPECTOS TEÓRICOS E EVOLUÇÃO RECENTE NO BRASIL (1990-2013)	21
2.1 INTRODUÇÃO	22
2.2 A HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY	24
2.3 FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA	32
2.3.1 A contribuição de Duncan K. Foley para uma economia aberta (2003)	32
2.3.2 A contribuição de Mario Tonveronachi (2006)	41
2.3.3 Outras contribuições acerca da fragilidade financeira externa	47
2.3.4 O Índice de Fragilidade Financeira Externa de Paula e Alves Junior (1999) 56	
2.4 EVOLUÇÃO DA FRAGILIDADE FINANCEIRA DA ECONOMIA BRASILEIRA (1990-2013)	59
2.4.1 Aplicação do Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE)	59
2.4.2 Fragilidade financeira externa: um indicador alternativo	74
2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	79
REFERÊNCIAS	82
APÊNDICE A	86
3. VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA: UMA ABORDAGEM ESTRUTURAL PARA O PERÍODO 1990-2013	93
3.1 INTRODUÇÃO	94
3.2 HISTÓRICO DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA GLOBAL E A EXPERIÊNCIA DA AMÉRICA LATINA	95

3.3	VULNERABILIDADE EXTERNA: FUNDAMENTOS ANALÍTICOS.....	99
3.4	ANÁLISE DA VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA (1990-2013).....	104
3.4.1	Panorama geral das contas externas	104
3.4.2	Esfera produtivo-real-tecnológica	114
3.4.3	Esfera comercial	124
3.4.4	Esfera monetário-financeira.....	137
3.5	ÍNDICE DE VULNERABILIDADE EXTERNA ESTRUTURAL: UMA ANÁLISE COMPARATIVA PARA OS NICS.....	148
3.6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	152
	REFERÊNCIAS	155
	APÊNDICE B.....	160
4.	CONCLUSÕES	163
	REFERÊNCIAS	166

1. INTRODUÇÃO

As últimas décadas do século XX assistiram a mudanças profundas, as quais marcaram o ingresso das economias em uma nova fase da acumulação capitalista, caracterizada pela crescente globalização dos mercados produtivos e financeiros mundiais.

A especificidade da globalização econômica do final do século XX incide na simultaneidade de três processos: crescimento extraordinário dos fluxos internacionais; acirramento da concorrência no sistema internacional, e; integração crescente entre os sistemas econômicos nacionais. Esse processo, ademais, ocorre sem o contramovimento protecionista, intervencionista e regulador, que caracterizou, por exemplo, o final do século XIX (GONÇALVES, 1998).

As origens destas transformações remontam à conversibilidade das moedas dos países europeus para transações em Conta Corrente em 1958; à constituição do Euromercado ao longo da década de 60 e ao colapso do sistema de paridades cambiais em 1973; aos desenvolvimentos tecnológicos associados à revolução da informática e das telecomunicações, que possibilitaram a redução dos custos operacionais e dos custos de transação em escala global; o desenvolvimento das inovações financeiras, a securitização das dívidas e a institucionalização das poupanças; ao menor potencial de crescimento observado nos países desenvolvidos, que exerceu pressão crescente para o acesso aos mercados internacionais como estratégia de superação da crise doméstica de acumulação; entre outros fatores (DEVLIN; FRENCH-DAVIS; GRIFFITH-JONES, 1994; KREGEL, 1996; GONÇALVES, 1998; DAMASCENO, 2008).

Como destacam Coutinho e Belluzzo (1996), esse fenômeno, cujo desenvolvimento intensifica-se a partir do fim dos anos 1970, surge na década de 1990 como um fenômeno planetário, de grande importância quantitativa, com a movimentação de uma colossal massa de riqueza financeira interfronteiras, cujas características são: a profundidade, a liquidez e mobilidade e a volatilidade.

No que tange às consequências da globalização e integração financeira, estas não são nada consensuais entre os economistas. Para os teóricos do *mainstream*, sob a égide da eficiência dos mercados e simetria de informações, a globalização ou integração financeira internacional (tomados por eles como sinônimos), além de garantir maior disciplina e credibilidade à política

econômica, motivaria o aumento da eficiência na alocação dos fatores mundiais, a absorção de poupança externa por países de poupança interna deficiente, a dinamização da intermediação financeira externa e a diversificação dos riscos, além do desenvolvimento do sistema financeiro e o financiamento compensatório de problemas no balanço de pagamentos. Sob esse prisma, em um cenário de livre mercado, a integração financeira implicaria uma mundialização das trocas, aliviando restrições domésticas e impulsionando o crescimento econômico e o nível de emprego, em proporções globais (PRATES, 1997; MUNHOZ, 2010; AMADO; CARUSO, 2011).

Por outro lado, os heterodoxos, ao mostrarem que o mercado não aloca de forma eficiente os recursos e pode, em decorrência de sua própria lógica de atuação, aprisionar a economia em situações de desemprego involuntário, apontam os problemas associados tanto à liberalização quanto à globalização. De acordo com essa vertente, esses dois processos poderiam não só aprofundar a tendência ao afastamento do ponto de demanda efetiva de seu nível de pleno emprego, como também poderiam ser ampliadas a instabilidade da economia internacional e das economias nacionais. Assim, a incerteza da economia seria aprofundada e maiores problemas associados ao emprego emergiriam (AMADO; CARUSO, 2011).

Coutinho e Belluzzo (1996) reforçam que, no espaço do mercado financeiro, a racionalidade subjacente à decisão dos agentes num contexto caracterizado por instabilidade, incerteza, assimetria de informação e poder e opiniões divergentes é bastante diferente daquela postulada pelos ortodoxos. Com efeito, a finança internacional recente pouco tem a ver com o financiamento das trocas e dos investimentos na economia mundial. Ela desenvolve-se com a sua própria lógica, na qual o essencial das operações financeiras consiste na natureza especulativa, o que tem suscitado uma grande instabilidade nas relações monetárias e financeiras internacionais (CHESNAIS, 1995; PLIHON, 2007).

No grupo de abordagens alternativas à convencional (ortodoxa), cabe destacar as ideias de Minsky (1975, 1986), que, partindo da concepção de Keynes (1936) das Economias Monetárias de Produção, também associadas ao paradigma de *Wall Street*, constrói a hipótese de instabilidade financeira (HIF), que demonstra o caráter inerentemente frágil e instável do ponto de vista financeiro do capitalismo. Ao tratar do real e monetário, como dois elementos inter-relacionados, o autor evidencia a tendência à instabilidade real que esse sistema possui.

As análises de Minsky, entretanto, estavam associadas fundamentalmente a economias fechadas. Contudo, partindo da construção teórica de Minsky, diversos autores procuraram

adaptar a HIF minskyana para uma economia aberta e, sobretudo, economias em desenvolvimento, tais como Kregel (1998), Dymski (1998), Paula e Alves Junior. (1999) Arestis e Glickman (1999), Schroeder (2002), Foley (2003), Tonveronachi (2006), entre outros. O que se pode apreender desses trabalhos, em comum, é que no contexto de uma economia aberta e livre mobilidade de capitais, o processo de deterioração das contas externas, a volatilidade cambial e o aumento da fragilidade e do passivo externo constituem-se nos elementos-chave para o entendimento das crises financeiras.

Olhando para a história da América Latina, os países do Cone Sul (Argentina, Chile e Uruguai) foram os pioneiros a vivenciar as experiências de liberalização, nos anos 1970, e enfrentaram crises cambiais e bancárias. Com isso, surgiu o argumento sequencial ou a teoria da sequência das reformas liberalizantes, a qual se encarregou de atribuir à ordem de adoção equivocada das reformas a responsabilidade por essas crises (PINHEIRO, 2008).

A adaptação da doutrina de liberalização ao novo contexto dos anos 1980 deu origem ao Consenso de Washington (1989), como ficaram conhecidas as conclusões do encontro intitulado *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, cujo objetivo era proceder uma avaliação das reformas econômicas em curso na América Latina, e na qual estiveram presentes funcionários do Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Mundial (BIRD), Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Organização Mundial do Comércio (OMC), do governo norte-americano, e diversos economistas latino-americanos de perfil liberal (BATISTA, 1994).

Ainda que de formato acadêmico e sem caráter deliberativo, o encontro em Washington propiciaria oportunidade de coordenação de ações por parte de entidades com importante papel nessas reformas. Por isso mesmo, a despeito de sua natureza informal, a reunião acabaria por se revestir de grande significação simbólica, maior que a de muitas reuniões oficiais no âmbito dos foros multilaterais regionais (BATISTA, 1994).

John Williamson (1990)¹ foi quem elencou os dez pontos tidos como consensuais no encontro, cujos principais são bem conhecidos: austeridade fiscal, abertura comercial e ao investimento estrangeiro direto, liberalização cambial e financeira, desregulamentação, privatização e redução do papel do Estado.

¹ Williamson, J. (ed.). *Latin American Adjustment*. Washington, DC: Institute of International Economics, 1990.

Como resultado, embora no final da década de 80 e início dos anos 90, a reinserção especificamente dos países latino-americanos no mercado financeiro internacional tenha surtido efeitos inicialmente positivos sobre a *performance* econômica, com a retomada do crescimento, as políticas de estabilização baseadas em âncoras cambiais, em um ambiente de abertura comercial crescente, provocou um sobrevalorização do câmbio real e déficits expressivos na balança comercial. O financiamento desses déficits, por sua vez, teve que se dar via entrada de capitais externos, cuja política de atração foi principalmente a manutenção de taxas de juros elevadas. Com o aumento do grau de liberalização financeira, os influxos de capitais estrangeiros acabaram por acentuar a tendência à sobrevalorização cambial (MUNHOZ, 2010).

Ao mesmo tempo, a liberalização dos fluxos externos de capital tende a provocar problemas estruturais na conta de serviços. Evidentemente, a magnitude desses problemas tende a relacionar-se diretamente à maturidade dos investimentos externos. No entanto, mesmo capitais de mais longo prazo, como os investimentos estrangeiros diretos (IED), geram problemas no balanço de pagamentos, ainda que em períodos mais distantes no tempo do que os produzidos pelos capitais de curto prazo. Isso, pois, mesmo que o IED não implique fluxos (saídas) de juros ou amortizações de dívida, ele é aplicado obviamente na expectativa de obtenção de lucros e, principalmente, da possibilidade de sua repatriação, o que leva a saldos estruturais negativos na conta de serviços relativos a fatores, conferindo, assim, um caráter estrutural ao déficit em transações correntes² (CARCANHOLO, 2002).

Nessa linha de raciocínio, Singh (2002) afirma que mesmo a liberalização de fluxos apenas de IED, geralmente mais profícuos, se não regulamentada, poderia também causar mais prejuízo do que benefício ao país receptor, ressaltando a importância de mecanismos institucionais apropriados para garantir a autonomia da ação econômica do Estado.

Ao mesmo tempo, deve-se ter em conta que para os países de moeda conversível (aceita internacionalmente), o grau de sacrifício da política econômica doméstica para evitar elevada instabilidade nas taxas de câmbio seria menor do que naqueles de moeda não conversível. Isso significa que nos países de moeda conversível a instabilidade dos fluxos de capitais poderia ser administrada com menores variações nas taxas de juros e de câmbio, numa realidade bem mais estável. Ou seja, em um regime de câmbio flutuante, a possibilidade de a livre movimentação de

² Esse problema já era ressaltado em Kalecki (1987).

capitais aumentar a volatilidade cambial seria uma preocupação mais presente nos países em desenvolvimento (CARNEIRO, 1999).

Mais recentemente, a principal política dos países em desenvolvimento para mitigar a vulnerabilidade externa que decorre dos fluxos financeiros globais desregulados tem sido o acúmulo de reservas internacionais, em detrimento de mecanismos capazes de controlar os fluxos especulativos de capitais externos. A consequência é uma elevação do endividamento público, o chamado custo de carregamento das reservas.

Por fim, uma vez que o comportamento dos agentes num contexto caracterizado por instabilidade, incerteza, assimetria de informação e poder e opiniões divergentes, não reflete necessariamente os fundamentos de uma economia ou as perspectivas de longo prazo, mas sim oportunidades de ganhos rápidos e elevados no curto prazo, a reversão súbita de expectativas e os comportamentos de “manada” podem impor sérios desafios para o equilíbrio das contas externas, impactando também outras esferas da economia (COUTINHO; BELLUZZO, 1996; PRATES, 2000).

Com efeito, a história recente é repleta de evidências do potencial desestabilizador da globalização financeira. Nas últimas décadas, o sistema capitalista experimentou diversas crises, sejam de liquidez, sejam financeiras e cambiais (crises gêmeas). Esses problemas se fizeram sentir primeiramente no México (1994/95), na Tailândia (1997), que deflagrou uma série de crises no sudeste asiático, e mais tarde na Rússia (1998), no Brasil (1999), na Turquia e Argentina (2001), outra vez no Brasil (2002) e, mais recente, nos Estados Unidos (2008) com a crise do *subprime*.

Com a ocorrência dessas crises, desfez-se a crença, pelo menos em parte, de que a livre mobilidade de capitais traria, por si só, benefícios de eficiência e alocação de capitais, sobretudo para os países periféricos. No entanto, ressalta-se, que, embora se observe uma redução ou um esfriamento da argumentação teórica/empírica a favor da liberalização, o processo de integração financeira internacional ou inserção externa dos países em desenvolvimento, entre eles o Brasil, não foi revertido, e tampouco foram criados mecanismos eficientes de regulação ou controle das atividades financeiras transfronteiriças, o que ainda justifica estudos nesta área.

Além disso, sabe-se que os riscos associados ao setor externo brasileiro engendram uma velha questão constantemente analisada pelos economistas acadêmicos. No entanto, mediante a crise financeira internacional e seus desdobramentos, a vulnerabilidade externa de países

dependentes do ciclo de liquidez internacional para o equilíbrio do balanço de pagamentos e a manutenção da estabilidade macroeconômica voltou à tona nas discussões acadêmicas e de políticas nacionais e internacionais, de modo merecem ser atualizadas.

Posto isso, o objetivo neste trabalho é analisar a evolução da fragilidade financeira externa da economia brasileira no período recente, mais precisamente entre 1990-2013. Pretende-se, ainda, no mesmo horizonte temporal, investigar a vulnerabilidade externa do país utilizando uma abordagem estrutural. Para tal, reconhecendo que a principal consequência negativa da maior integração financeira para os países em desenvolvimento, especialmente nos moldes neoliberais, não se coloca sob a abordagem convencional, o referencial teórico condutor deste trabalho sustenta-se na literatura heterodoxa, seja na abordagem pós-keynesiana, estruturalista, seja na abordagem keynesiana-estruturalista do desenvolvimento³.

Desse modo, a argumentação que regerá este trabalho baseia-se na hipótese de que a integração financeira e a intensificação dos fluxos de capitais implicou uma ampliação do poder de transmissão de crises entre os países, especialmente aqueles em processo de desenvolvimento. Nesse sentido, a inserção externa brasileira, de cunho predominantemente liberalizante, provocou uma elevação da fragilidade financeira e vulnerabilidade externa de sua economia, suscitando, por consequência, uma restrição externa ao crescimento econômico sustentado⁴.

Quanto à metodologia empregada, destacam-se duas partes principais, sendo uma teórica e outra histórico-empírica. A parte teórica fundamentou-se em revisões da literatura, tais como livros, artigos, *working papers* e notas técnicas, buscando sempre materiais atualizados e autores conceituados no contexto em que a pesquisa está inserida. A revisão bibliográfica propiciou a delimitação da base teórica que orienta este trabalho.

³ Sobre a Escola Keynesiano-Estruturalista, ver, por exemplo, Bresser-Pereira e Gala (2010); Bresser-Pereira (2011).

⁴ Embora não seja o objetivo deste trabalho verificar a relevância da restrição externa ao crescimento econômico brasileiro à luz da abordagem keynesiana formulada a partir de Thirlwall (1979), vale dizer que, para o autor, as restrições quanto à disponibilidade de divisas tendem a apresentar-se como o principal obstáculo a níveis mais elevados de demanda agregada. Dado certo nível de competitividade externa de um país, algo que se refletirá em suas exportações e na demanda por importações, não há como o crescimento econômico escapar da restrição colocada pela circunstância de que os pagamentos em divisas não podem ser, no longo prazo, superiores às receitas em divisas, sob quaisquer que sejam as modalidades destas últimas. Ademais, mesmo no modelo de Thirlwall e Hussain (1982), que incorpora os fluxos de capitais, os quais representariam um alívio à restrição ao crescimento para os países com déficits comerciais recorrentes, a zeragem da taxa de crescimento dos fluxos de capitais, ou ainda pior, essa taxa se tornar negativa (afluxo de capitais), poderia vir a deprimir ainda mais a taxa de crescimento e mesmo torná-la negativa.

Assim como a parte teórica, a parte histórica baseou-se em livros, artigos, notas técnicas e *working papers* que ofereceram informações relevantes ao objeto de estudo.

Na parte empírica, inicialmente, procedeu-se à coleta de dados secundários, de órgãos como o Banco Central do Brasil, o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial, a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), e outros, que permitiram a construção de indicadores relativos ao setor externo do país, bem como as subsequentes análises descritivas.

Partindo das reflexões subjacentes à hipótese que rege este trabalho e aos seus objetivos, este trabalho está estruturado em dois ensaios, que embora independentes entre si, estão inter-relacionados.

O primeiro ensaio, intitulado “Fragilidade financeira externa: aspectos teóricos e evolução recente no Brasil (1990-2013)”, pretende, a partir de uma abordagem pós-keynesiana, verificar a evolução da fragilidade financeira externa da economia brasileira no referido período. Para tal, o ensaio divide-se em quatro seções, além de uma introdução e das considerações finais. Primeiramente, é desenvolvida a Hipótese de Instabilidade Financeira de Hyman P. Minsky, tomando-a como ponto de partida para a definição e exposição, na segunda etapa, do que será tratado no trabalho como fragilidade financeira externa. Na terceira parte do Ensaio 1 é analisada, à la Minsky, a evolução da fragilidade financeira externa do Brasil, por meio da aplicação do Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE) de Paula e Alves Junior (1999) e um indicador alternativo.

Examinada a evolução da fragilidade financeira do Brasil, o Ensaio 2, com o título “Vulnerabilidade externa da economia brasileira: uma abordagem estrutural para o período 1990-2013” dedica-se à análise da vulnerabilidade externa do Brasil sob uma ótica estrutural, isto é, concentra-se na avaliação da capacidade do país de resistência a choques ou fatores desestabilizadores externos numa perspectiva de longo prazo. Nesse intento, o segundo ensaio divide-se em 4 seções principais, excluindo-se a introdução e as considerações finais. A primeira seção apresenta o histórico da integração financeira internacional, com atenção especial à experiência da América Latina. Em seguida são apresentados os fundamentos analíticos no tocante ao conceito de vulnerabilidade externa, tanto do ponto de vista conjuntural, como - e principalmente - estrutural. A terceira etapa analisa a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira sob a ótica das esferas produtivo-real, tecnológica, comercial e financeira.

Para fechar o ensaio, é realizada uma análise comparativa internacional entre o Brasil e alguns países recentemente industrializados a partir do Índice de Vulnerabilidade Externa Estrutural (IVE) de Gonçalves (2005).

Por fim, um esforço final de conclusão encerra este trabalho.

2. FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA: ASPECTOS TEÓRICOS E EVOLUÇÃO RECENTE NO BRASIL (1990-2013)

Resumo

A epidemia de crises financeiras nos países em desenvolvimento e recém-industrializados que acompanhou a liberalização dos mercados internacionais de capitais na década de 1990 sublinhou a importância da concepção de fragilidade financeira de Hyman Minsky para a economia mundial contemporânea. Sob essa perspectiva, este ensaio dedica-se à apresentação de algumas contribuições de Minsky no que se refere à sua leitura da instabilidade do sistema financeiro nas economias capitalistas modernas, além de outras contribuições, que derivam de seu arcabouço teórico. Isso, para, em um segundo momento, analisar a evolução da fragilidade financeira da economia brasileira entre 1990 e 2013, a partir do índice de fragilidade financeira externa (IFE) e de um indicador alternativo. A evolução dos indicadores evidenciou que a crescente tendência em direção à liberalização financeira representou papel relevante na determinação da fragilidade externa do país no período abordado, confirmando o caráter financeiramente instável das economias globalizadas. Ademais, concluiu-se que o potencial de fragilidade financeira da economia brasileira manifesta-se no padrão de financiamento das transações correntes, suscetível que é às condições do mercado financeiro internacional. A vulnerabilidade externa brasileira está, assim, condicionada a fatores fortemente especulativos e sensíveis a qualquer alteração no cenário macroeconômico internacional.

Palavras-chave: Hyman Minsky, Fragilidade financeira externa, Economia brasileira.

Abstract

The epidemic of financial crises in developing and newly industrialized countries that followed the liberalization of international capital markets in the 1990s has highlighted the relevance of Hyman Minsky's conception of financial fragility to the contemporary world economy. Under this perspective, this essay is devoted to presenting some contributions of Minsky with regard to his reading of the financial system instability in modern capitalist economies, as well as presents other contributions arising from its theoretical framework. That for, in a second stage, analyzes the evolution of financial fragility of the Brazilian economy between 1990 and 2013, by applying the external financial fragility index (IFE) and an alternative indicator. The evolution of the indicators evidenced that the growing trend toward financial liberalization represented an important role in determining the external fragility of the country in the covered period, confirming the financially unstable character of globalized economies. Furthermore, it was concluded that the potential financial fragility of the Brazilian economy is manifested in the pattern of current account financing, which is vulnerable to the international financial market conditions. The external vulnerability of Brazil is, therefore, conditioned to strong speculative factors and susceptible to any change in the international macroeconomic environment.

Keywords: Hyman Minsky, External financial fragility, Brazilian economy.

2.1 INTRODUÇÃO

A década de 1990 e o início dos anos 2000 assistiram a sucessivas crises financeiras não apenas nas economias em desenvolvimento, mas também nas economias centrais. Passado pouco tempo, a economia mundial já se encontra novamente em um cenário de crise financeira global, deflagrada no núcleo do sistema capitalista em 2008, e tendo como desdobramento o possível colapso da Zona do Euro.

A falência do Lehman Brothers em 2008 e a subsequente crise econômico-financeira representam o esgotamento dos principais pressupostos do *mainstream* econômico. A visão dos economistas clássicos, seguindo a tradição de Adam Smith, é que embora haja perturbações que criam altas e baixas (ciclo econômico), a tendência é a estabilidade, isto é, a economia sempre retoma um equilíbrio estável.

Entre todas as teorias que constituem o ideário ortodoxo, talvez a mais contestada pela crise financeira recente seja a hipótese de mercados eficientes de Eugene Fama (1965a, 1965b e 1970). Em síntese, a teoria financeira de Fama prediz que, dada a possibilidade dos agentes incorporarem em suas decisões todas as informações relevantes para a avaliação correta dos valores de ativos financeiros, os preços de ativos transacionados nos mercados financeiros tendem a refletir objetivamente e eficientemente as variáveis determinantes dos rendimentos oriundos destes ativos. Isto é, ativos financeiros negociados em mercados suficientemente sofisticados são precificados “corretamente”. Assim, flutuações nos preços de ativos financeiros deveriam ser raras e pouco significativas, exceto pela ocorrência de transformações estruturais que alterem os fatores objetivos determinantes da rentabilidade de um ativo (CONCEIÇÃO, 2009).

Embora ainda haja uma forte resistência ao reconhecimento do fracasso da modelagem econômica que concebe as economias capitalistas como sistemas que tendem ao equilíbrio eficiente, o que se observa é uma crescente preocupação por parte significativa de economistas e formuladores de políticas econômicas em buscar novas alternativas teóricas à atual ortodoxia que contribuam para a compreensão do funcionamento e das recorrentes oscilações das economias modernas. É nesse contexto em que se dá o resgate, dentre outros, da obra de Hyman Philip Minsky, como observa, por exemplo, Foley (2003, p. 157):

The epidemic of financial crises in developing and newly industrialized countries that accompanied the liberalization of domestic and international capital markets in the 1990s

has underlined the relevance of Hyman Minsky's (1975, 1982) conception of financial fragility to the contemporary world economy.

Minsky (1919–1996) é um dos principais nomes da escola Pós-Keynesiana⁵ de economia, e seus trabalhos sobre a hipótese da instabilidade financeira são Minsky (1975, 1982, 1986).

As análises de Minsky, entretanto, estavam fundamentalmente associadas a economias fechadas, embora alguns textos (por exemplo, Minsky, 1994) sugiram que ele estava iniciando uma tentativa de incorporar mais elementos típicos de uma economia aberta à sua análise. Contudo, partindo da construção teórica de Minsky, diversos autores têm procurado adaptar a HIF minskyana para uma economia aberta e, sobretudo, economias em desenvolvimento, tais como Akyüz (1998), Kregel (1998), Dymski (1998, 1999), de Paula e Alves Junior (1999) Arestis e Glickman (1999), Schroeder (2002), Foley (2003), Tonveronachi (2006), entre outros.

Assim, sob a perspectiva de que a instabilidade das relações monetárias e financeiras internacionais tende a gerar uma elevada fragilidade financeira externa nos países periféricos, especialmente em um cenário de liberalização crescente, este ensaio dedica-se à apresentação de algumas contribuições de Minsky no tocante à sua leitura da instabilidade do sistema financeiro nas economias capitalistas modernas, bem como de outras contribuições que derivam dessa hipótese, e têm como objeto de análise a fragilidade financeira em economias abertas e em desenvolvimento. Isso, para, em um segundo momento, analisar a evolução da fragilidade financeira da economia brasileira a partir de 1990, que é o objetivo central deste trabalho.

Nesse intuito, após essa introdução, a exposição do tema proposto divide-se em mais cinco partes. Na seção que segue, apresenta-se a hipótese de instabilidade financeira de Minsky, de modo a identificar, numa visão ampla, os principais elementos que conferem às economias modernas um caráter inerentemente instável. A terceira seção reserva-se às abordagens da HIF de Minsky adaptadas para uma economia aberta e em desenvolvimento. Nela são apresentados os trabalhos formais de Duncan Foley (2003) e de Mario Tonveronachi (2006), além de outras contribuições de inspiração minskyana, mais especificamente, dos autores citados previamente. À

⁵ O programa de pesquisa pós-keynesiano consiste em desenvolver analiticamente a visão de mundo proposta por Keynes ao longo da sua Teoria Geral e demais escritos acadêmicos. Da verbalização da visão de mundo de Keynes resultam os princípios teóricos fundamentais que definem o conceito de *economia monetária de produção*, dentre os quais pode-se destacar o princípio da não-neutralidade da moeda, o princípio da não-ergodicidade dos processos econômicos e o princípio dos contratos monetários. Nesse sentido, a ideia de que as economias de mercado são inerentemente instáveis é seminal ao pensamento pós-keynesiano. Para uma melhor definição dessa escola e seu programa de pesquisa, ver, por exemplo, Carvalho (1992) e Oreiro (2008).

luz das exposições teóricas dessas seções, a etapa seguinte dedica-se à análise empírica da fragilidade financeira externa da economia brasileira no período compreendido entre 1990 e 2013 (2º trimestre), a partir do índice de fragilidade financeira externa (IFE) de Paula e Alves Junior (1999), e, a fim de garantir maior robustez à análise, de um indicador alternativo. Finalmente, algumas considerações encerram o ensaio.

2.2 A HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY

A Hipótese de Instabilidade Financeira (doravante HIF) de Minsky vai de encontro à supracitada hipótese dos mercados eficientes de Fama, e é o ponto de partida para se analisar a fragilidade financeira de uma economia capitalista moderna.

Segundo Minsky (1992, 1994), ao longo do tempo, as economias capitalistas alternam períodos de comportamento estável com períodos turbulentos/caóticos. Esses tipos de comportamento são endógenos a essas economias, pois decorrem da busca dos interesses próprios de cada agente, e são gerados mesmo a partir de momentos estáveis. Os períodos turbulentos/caóticos podem assumir a forma de inflações interativas, bolhas especulativas ou deflações de dívidas⁶, que parecem ter o potencial para fugir do controle. Nesses processos, as respostas do sistema econômico ao movimento da economia amplificam o movimento deflagrador, isto é, inflação se alimenta de inflação, e deflação de dívidas se alimenta de deflação de dívidas. Ademais, episódios históricos de crises evidenciam que economia nem sempre se encontra em conformidade com os preceitos clássicos de Smith e Walras, os quais sugeriram que a economia pode ser mais bem compreendida como um sistema que está constantemente buscando e sustentando o equilíbrio.

Enquanto teoria econômica, a HIF é uma interpretação da “Teoria Geral” de Keynes, particularmente no tocante à inter-relação entre as esferas real e monetária da economia. Lourenço (2006, p. 459) observa que no capítulo 3 do livro *John Maynard Keynes (1975)*, intitulado *Fundamental Perspectives*, Minsky assinala os elementos que considera basilares em Keynes, e que também são conceitos essenciais em sua própria obra: 1) tempo e incerteza; 2)

⁶ A descrição clássica de uma deflação de dívidas foi oferecida por I. Fischer (1933), sendo denominada teoria dívida-deflação.

desequilíbrio; e 3) a perspectiva cíclica e o investimento. Além de Keynes, Minsky também se inspira na visão creditícia do dinheiro e das finanças de Schumpeter (1934, cap. 3).

O argumento teórico da HIF inicia-se pela caracterização da economia como uma economia capitalista com ativos de capital caros e um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução (“economia de *Wall Street*”), cujo problema econômico é identificado de acordo com Keynes como o “desenvolvimento do capital da economia”. O foco é a economia de acumulação capitalista que se move ao longo do tempo calendário real

Nesta abordagem, portanto, associada à ideia de inovações financeiras, as instituições financeiras e os bancos exercem papel fundamental, ao possuírem grande capacidade de determinação da oferta de moeda, podendo assim interferir de forma definitiva na trajetória de crescimento de uma economia monetária de produção.

In our economy money is created as bankers acquire assets and is destroyed as debtors to banks fulfill their obligations. Our economy is a capitalist economy with long-lived and expensive capital assets and a complex, sophisticated financial structure. The financial processes of a capitalist economy center around the way investment and positions in capital assets are financed. To the extent that the various techniques used to finance capital asset ownership and production lead to banks acquiring assets, money is an end product of financial arrangements. In a capitalist economy investment decisions, investment financing, investment activation, profit commitments to make payments due to outstanding debts are linked. To understand the behavior of our economy it is necessary to integrate financial relations into an explanation of employment, income and prices (MINSKY, 1982b, p. 17).

Nessas condições, a atividade bancária assume papel crucial na geração da fragilidade financeira: o papel de “desestabilizador endógeno”.

The self-interest of bankers, levered investors, and investment producers can lead the economy to inflationary expansions and unemployment-creating contractions. Supply and demand analysis – in which market process lead to an equilibrium – does not explain the behavior of a capitalist economy, for capitalist financial processes mean that the economy has endogenous destabilizing forces. Financial fragility, which is a prerequisite for financial instability, is, fundamentally, a result of internal market processes (MINSKY, 1986, p. 250-251).

De modo geral, a HIF é uma teoria do impacto da dívida sobre o comportamento do sistema financeiro, incorporando também o modo pelo qual a dívida é validada. Nesta análise, o conceito de fragilidade financeira desenvolve-se a partir de Minsky (1975, 1982, 1986) como uma medida da capacidade de uma economia enfrentar choques nas condições de financiamento sem que haja uma desarticulação generalizada dos fluxos de pagamentos entre os agentes.

Na teorização minskyana, como herança de Keynes, o investimento é o elemento-chave para a explicação da dinâmica cíclica capitalista, sendo o financiamento do investimento, portanto, a *causa causans* da instabilidade da economia capitalista. Este financiamento pode ser realizado basicamente de duas maneiras: ou por meio de recursos próprios (fundos internos), isto é, a quase renda⁷ gerada durante o período do investimento, ou por meio da aquisição de empréstimos junto às instituições financeiras ou emissão de ações (fundos externos), de modo que na insuficiência dos primeiros, os fundos externos precisam ser aumentados. Nesse sentido, a formulação da HIF baseia-se no fluxo de caixa contábil das firmas, de modo que o casamento entre a entrada e saída de recursos do caixa e as margens de segurança adotadas pelas firmas, i.e., a estrutura de financiamento, determina o grau de vulnerabilidade da economia a mudanças adversas na conjuntura econômica.

Em relação à estrutura de financiamento, Minsky (1982, 1986, 1992) propõe uma classificação tripartite das firmas. As estruturas financeiras, definidas como as relações entre os fluxos futuros esperados de lucros de uma unidade econômica e seus compromissos financeiros contratados (relações renda-débito), são: finanças *Hedge*, Especulativas e Ponzi.

Unidades financeiras *Hedge* adotam posturas conservadoras, de modo que o fluxo realizado e esperado de receitas excede com alguma margem as obrigações contratuais de pagamentos (despesas com juros e pagamento de amortizações), em todos os períodos futuros, não havendo necessidade, portanto, da firma recorrer ao mercado financeiro para financiar seus débitos. Nesse caso, uma elevação dos juros não afeta, ao menos diretamente, a capacidade da unidade honrar suas obrigações financeiras. Quanto maior o peso do financiamento com capital próprio na estrutura do passivo, maior a probabilidade de que a firma seja uma unidade *hedge*.

Para as unidades classificadas como especulativas, suas obrigações financeiras são superiores ao fluxo esperado de receitas para alguns períodos, mesmo que o valor presente dos retornos esperados seja maior que o valor presente dos compromissos de pagamento ao longo do tempo. Essas unidades apresentam um fluxo de renda esperada superior apenas ao pagamento dos juros, sendo necessário obterem refinanciamento para saldar o principal. Desse modo, essas unidades apresentam uma grande vulnerabilidade em caso de elevação das taxas de juros, uma

⁷ Conforme Minsky (1986), a quase renda equivale à diferença entre a receita total da venda da produção realizada com a ajuda de ativos de capital e os custos determinados tecnicamente, associados à produção. É um conceito de lucro bruto esperado, após a dedução dos impostos.

vez que as despesas financeiras aumentariam, alterando diretamente o valor presente dos seus projetos.

As unidades Ponzi podem ser consideradas o extremo das unidades de postura especulativa. Nesse caso, os fluxos de caixa advindos de suas operações não são suficientes para cumprir nem as obrigações de reembolso do principal nem o pagamento dos juros (serviço da dívida). Um agente especulativo torna-se um agente Ponzi quando a rolagem da dívida passa a se dar não apenas sobre o principal da dívida, mas também sobre os juros a pagar, de modo que o débito em questão se eleva. Como resultado, uma unidade Ponzi, além de necessitar de novos empréstimos para cobrir uma parcela do serviço da dívida, precisa ainda convencer seus credores de que os fluxos de rendimentos futuros crescerão. Caso contrário, a perda de confiança dos credores faz cessar imediatamente a oferta de crédito, resultando numa bancarrota.

A classificação dessas unidades de financiamento pode ser sumarizada a partir de Minsky (1986, p. 203);

If realized and expected income cash flows are sufficient to meet all the payment commitments on the outstanding liabilities of a unit, then the unit will be hedge financing. However, the balance-sheet cash flows from a unit can be larger than the expected income receipts so that the only way they can be met is by rolling over or even increasing debt; units that roll over debt are engaged in speculative finance and those that increase debt to pay debt are engaged in Ponzi finance.

Foley (2003) formaliza a fragilidade financeira em termos minskyanos a partir do fluxo financeiro das firmas. De modo agregado, a identidade do fluxo de caixa das firmas iguala os recursos provenientes de receitas líquidas (lucros), R , e novos empréstimos, D , aos seus usos como fundos para investimento, I , e serviço da dívida, V .

$$R + D \equiv I + V \quad (1)$$

Essa organização da identidade do fluxo de caixa das firmas em termos de fontes e usos de fundos é de certa forma arbitrária, uma vez que R pode ser negativo, no caso da firma estar operando em prejuízo, D pode ser negativo se a firma estiver reembolsando a dívida, I pode ser negativo se a firma estiver vendendo ativos, ou V pode ser negativo se a firma estiver na posição de credor líquido.

Reescrevendo (1) em termos da tomada de novos empréstimos por parte da firma, tem-se:

$$D = I + V - R \quad (2)$$

O valor líquido da firma, W , corresponde à diferença entre o ativo, representado por A , e o passivo, representado por B . Esse valor líquido é aumentado pelo investimento, expresso pela mudança dos ativos no tempo, $\dot{A} = I$, e reduzido pela contração de novos empréstimos, representado pela mudança no valor do passivo ao longo tempo, $\dot{B} = D$ ⁸.

$$W = A - B \quad (3)$$

$$\dot{W} = \dot{A} - \dot{B} = I - D \quad (4)$$

Se uma firma se torna insolvente, $W \leq 0$, então seus credores não serão capazes de reaver o valor do principal de seus empréstimos.

De acordo com as já discutidas estruturas financeiras de Minsky, têm-se, de modo formal, portanto, unidades de finanças *hedge* quando $R \geq V + I$, de forma que $D \leq 0$, e unidades de finanças especulativas quando $R \geq V$, mas $R < V + I$, de forma que $D > 0$, mas $D < I$. Por fim, têm-se unidades de finanças Ponzi quando $R < V$, de modo que $D > I$.

O primeiro teorema da HIF pronuncia que a economia tem regimes de financiamento que a tornam estável, e regimes de financiamento que a tornam instável. Portanto, se o financiamento *hedge* predomina, a economia pode ser um sistema que tende e mantém o equilíbrio. Em contraste, quanto maior o peso das finanças especulativas e Ponzi, maior a probabilidade da economia ser um sistema amplificador de desvios.

O segundo teorema articula que, ao longo de períodos de prosperidade prolongada, a economia transita das relações financeiras que contribuem para um sistema estável para relações financeiras que contribuem para um sistema instável. Desse modo, “a estabilidade é desestabilizadora, e carrega as sementes da própria destruição”.⁹ Esta é a noção de desequilíbrio¹⁰ que justifica o aforismo de que o sistema capitalista é inerentemente instável. Isto é, o funcionamento normal do sistema capitalista, dada a sua natureza necessariamente especulativa

⁸ O modelo não considera a depreciação e, além disso, as empresas só se utilizam de capital produtivo como ativo.

⁹ Minsky (1975, p. 61).

¹⁰ Lourenço (2006, p. 466) com base em Minsky (1986, p. 171; 287), explica que tal visão de desequilíbrio resulta na inexistência de soluções definitivas para as falhas da economia capitalista, de modo que todo sucesso de um programa de reformas será temporário. O surgimento de inovações, especialmente financeiras, garantirá que, cedo ou tarde, a instabilidade acabe reaparecendo em novos formatos.

de tomada de decisões sob incerteza forte, tende endogenamente a elevar a fragilidade financeira da economia, de modo que a instabilidade financeira seja inevitável.

Stable growth is inconsistent with the manner in which investment is determined in an economy in which debt-financed ownership of capital assets exists, and the extent to which such debt financing can be carried is market determined. It follows that the fundamental instability of a capitalist economy is upward. The tendency to transform doing well into a speculative investment boom is the basic instability in a capitalist economy (MINSKY, 1982b, p. 66).

Complementando;

Nevertheless, in a world of uncertainty, given capital assets with a long gestation period, private ownership, and the sophisticated financial practices of Wall Street, the successful functioning of an economy within an initially robust financial structure will lead to a structure that becomes more fragile as time elapses. Endogenous forces make a situation dominated by hedge finance unstable, and endogenous disequilibrating forces will become greater as the weight of speculative and Ponzi finance increases (MINSKY, 1986, p. 213).

Isso ocorre, pois, num período de crescimento econômico, as firmas (mesmo aquelas que não operam de forma eficiente) conseguem melhorar seus resultados operacionais, auferem maiores lucros, honram suas dívidas, e ampliam as expectativas de lucros futuros. Consequentemente, cresce a demanda por novos investimentos que requerem financiamento para serem viabilizados. Esse cenário favorável conduz o sistema financeiro a responder prontamente ao aumento da demanda por crédito, processo este que tende a ser reforçado ao longo de todo o *boom* econômico.

Uma vez que, em cada período, o critério de avaliação do credor, i.e., os bancos, é o desempenho passado dos reembolsos realizados pelos devedores, a avaliação torna-se melhor período a período, aumentando a confiança desses credores nas firmas e ampliando a oferta de crédito. Dessa forma, os bancos comerciais vão ampliando a oferta de crédito e os níveis de endividamento e investimento na economia, ou seja, o setor financeiro alimenta o processo de expansão do setor produtivo e, simultaneamente, potencializa a fragilidade financeira da economia (BARROS, 2008).

Os bancos, dada a subjetividade sobre o nível aceitável de financiamento, por serem agentes maximizadores de lucros, em momentos de *boom* e expectativas favoráveis, além de permitir o aumento da participação de unidades financeiramente vulneráveis, tendem a elevar a taxa de juros, seja pela elevação da demanda por moeda (crédito), seja pela percepção de maior

exposição ao risco, uma vez que o nível de endividamento e a proporção de unidades especulativas e ponzi são maiores. Com isso, o sistema bancário tende a transformar essas unidades em elementos cada vez mais vulneráveis. As unidades de finanças hedge passam a se caracterizar como unidades especulativas, e estas se tornam unidades de finanças ponzi. A partir de certo nível de vulnerabilidade, com a reversão das expectativas, os bancos então restringem a oferta de crédito (RESENDE; AMADO, 2007; BARROS, 2008). A crise financeira está, assim, posta, como descreve Minsky:

High and rising interest rates can force hedge financing units into speculative financing and speculative financing units into Ponzi financing. Ponzi financing units cannot carry on too long. Feedbacks from revealed financial weakness of some units affect the willingness of bankers and businessmen to debt finance a wide variety of organizations. Unless offset by government spending, the decline in investment that follows from a reluctance to finance leads to a decline in profits and in the ability to sustain debt. Quite suddenly a panic can develop as pressure to lower debt ratios increases (MINSKY, 1982b, p. 67).

A elevação dos juros acaba pressionando o serviço da dívida contratada, enquanto que a restrição do crédito reduz as taxas de lucros, ao reduzir novas inversões, abalando o fluxo de caixa das firmas. Na ausência de liquidez, as firmas passam a vender seus ativos de modo a obter recursos para honrar suas obrigações financeiras. Com isso, há um excesso de oferta de ativos, o que reduz seus preços, desencadeando uma espiral negativa de deflação de dívidas. A bancarrota de uma firma acaba comprometendo o fluxo de caixa de outras firmas e do(s) banco(s) credor(es), gerando um “efeito dominó” por toda a esfera real da economia. O *boom* termina, e tão logo se instaura uma recessão econômica.

Como resultado do caráter endógeno da instabilidade financeira das economias capitalistas, a HIF avalia positivamente as intervenções de política e instituições adequadas, as quais seriam “necessárias para obstaculizar o comportamento incoerente e para refrear a tendência que as economias de mercado apresentam de mergulhar em depressões profundas”¹¹. Nesse sentido, Minsky (1986) destaca a importância de uma combinação entre o que ele chamou de *Big Government* e um *Big Bank*. O *Big Bank*, ao contrário do *Big Government* deve operar especialmente antes do surgimento da crise, mas ambos têm como finalidade evitar ou atenuar a fragilização crescente dos agentes econômicos, mantendo a economia estável.

¹¹ Minsky (1994, p. 3).

Os déficits públicos sustentariam a taxa de lucro, fundamental para a estabilidade do investimento e da renda, enquanto os Bancos Centrais tanto restringiriam o comportamento do financiamento quanto, como emprestadores em última instância, diminuiriam as consequências de ondas especulativas. No papel de emprestadores de última instância, os bancos centrais intervêm particularmente para evitar a queda livre de preços de ativos que pode ocorrer quando instituições financeiras são forçadas a realizar posições pela venda substancial de seus ativos, evitando, desse modo, a falência de bancos comerciais e outras instituições financeiras. Nas palavras do autor:

Experience since the mid-1960s shows that massive government deficits and Federal Reserve lender-of-last-resort intervention increase the robustness of the financial system. That is, in the modern economy the job that was done by deep depressions can be accomplished without the economy going through the trauma of debt deflation and deep depression (MINSKY, 1986, p.215).

Whenever the authorities act as a lender of last resort, they increase the reserve base of banks and validate threatened financial usages. Also, whenever they have been forced to intervene as lenders of last resort, many financial institutions, in addition to those that are in immediate danger of failing, are in taut positions; they fear they will be next. As a result, a successful lender-of-last-resort intervention is followed by a period of financial retrenchment and conservatism as taut units try to improve their financial posture. In a capitalist economy with Big Government, automatic and discretionary fiscal stabilizers lead to a large deficit that sustains profits and employment. Because of the large deficit and the lender-of-last-resort intervention, the downward spiral so common in history is aborted (MINSKY, 1986, p.251).

Entretanto, Minsky (1986) adverte que tanto as ações do *Big Government* como as do *Big Bank*, quando intervêm para proteger a viabilidade dos bancos, sustentando os lucros e abortando uma deflação de dívidas, provocam uma taxa de infusão monetária na economia incompatível com o crescimento econômico não inflacionário. O que é preciso é uma reestruturação da economia reduzindo o ímpeto inflacionário que se deve ao Big Government, enquanto este retém a força para prevenir profundas depressões. Essa reestruturação, no entanto, apenas logrará sucesso transitório. Após um intervalo inicial, as tendências de desequilíbrio do sistema financeiro capitalista pressionarão novamente a estrutura financeira aos limites da fragilidade. Quando isto ocorrer, um novo período de reformas será necessário. Não há possibilidade de que um dia tudo seja devidamente colocado em perfeita ordem e para sempre. Nas palavras de Minsky (1986, p. 333), “instability, put to rest by one set of reforms will, after time, emerge in a new guise.”

Desta maneira, fica evidente que na concepção minskyana a esfera monetário-financeira está categoricamente associada à esfera real, tanto por admitir a endogeneidade da oferta de moeda como por reconhecer na forma de financiamento das economias monetárias de produção o embrião das crises nas economias desenvolvidas.

2.3 FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA

Nesta seção, são apresentados alguns trabalhos importantes de autores, que, partindo do arcabouço teórico de Minsky, abordam a questão da fragilidade financeira para economias abertas, o que, por aceção, é denominada “fragilidade financeira externa”.

2.3.1 A contribuição de Duncan K. Foley para uma economia aberta (2003)

O trabalho de Foley (2003) propõe adaptar o modelo formal de crise à la Minsky para uma economia fechada desenvolvido por Taylor e O’Connell (1985)¹², para uma economia aberta, no intuito de se analisar as crises financeiras dos anos 90. Para tal, o autor parte da proposição que a análise minskyana da dinâmica financeira no âmbito da firma é compatível com a análise para uma economia nacional, que é vista como um conjunto de firmas. Este conjunto de firmas da economia é considerado dentro de uma firma representativa, assim como o fizeram Taylor e O’Connell (1985).

Foley (2003) analisa uma economia “kaleckiana” pequena e aberta, na qual o produto real X é distribuído entre salários, $W = (1 - \pi)X$, imediatamente e integralmente gastos, e em lucros, $P = \pi X$, dos quais uma fração s é poupada, de modo que o consumo, C , seja:

$$C = W + (1 - s)P \quad (5)$$

Como $W = (1 - \pi)X$ e $P = \pi X$, tem-se:

$$C = (1 - \pi)X + (1 - s)\pi X \quad (6)$$

¹² Taylor e O’Connell (1985) deram o primeiro passo para a análise da dinâmica de uma economia em desenvolvimento sob a perspectiva minskyana. Eles formalizaram as principais ideias da HIF de Minsky, que caracterizam a crise em um modelo macroeconômico kaleckiano para uma economia fechada. Entretanto, como o objetivo é analisar a fragilidade financeira em uma economia aberta, este tratamento formal não será apresentado.

Simplificando, C pode ser reescrito como:

$$C = (1 - s\pi)X \quad (7)$$

Admite-se que a parcela do lucro na renda, π , é um parâmetro exógeno dado. Todas as quantidades são medidas em termos reais e, por simplicidade, são abstraídos a taxaço e gasto do governo. O investimento é representado por I , e D é o déficit em conta corrente, ou, equivalentemente, o superávit da conta de capital, representado pela diferença entre gastos e produto, de modo que:

$$D = C + I - X \quad (8)$$

Substituindo (7) em (8) e simplificando, tem-se:

$$D = (1 - s\pi)X + I - X \quad (9)$$

E,

$$D = I - s\pi X \quad (10)$$

Na equação (10), o D para toda a economia é análogo ao apresentado acima, na equação (2), que representa a tomada de novos empréstimos líquidos pela firma, desde que represente a tomada de novos empréstimos líquidos do exterior, realizada por um país. Dividindo a equação (10) pelo estoque de capital, K , e considerando $d = D/K$, $g = I/K$, e $r = \pi X/K$, tem-se:

$$d = g - sr \quad (11)$$

Na argumentação de Foley (2003), dados d e g , a relação produto-capital atual, X/K , deve se ajustar para determinar uma taxa de lucro realizado r que satisfaça a equação (11). No modelo para uma economia fechada de Taylor e O'Connell $d = 0$, o que implica $g < r$, dado $s < 1$. Assim, argumenta o autor, não há a possibilidade desta economia atingir a posição especulativa. Já no modelo de uma economia aberta por ele proposto, há a possibilidade de $d < 0$, isto é, a economia pode importar capital (poupança externa) para financiar o investimento doméstico. Nesse caso, há também a possibilidade de que a taxa de crescimento do capital supere a taxa de lucro, o que significa $g > r$, e assim a economia encontra-se num regime especulativo.

Por fim, no caso em que a taxa real de juros, i , determinada exogenamente pelo Banco Central, excede a taxa de lucro, r , a economia encontra-se no regime Ponzi.

No modelo, os superávits da conta de capital, d , dependem da taxa de juros real, i , que é determinada exogenamente pela autoridade monetária, e da taxa de lucro, r :

$$d = d_0 + \eta i - \psi sr \quad (12)$$

Os parâmetros η e ψ são positivos, pelas suposições de que um aumento da taxa real de juros elevará a entrada de capital e que os empresários utilizam uma proporção dos lucros poupados para comprar ativos estrangeiros.

Seguindo o modelo de Taylor e O'Connell, Foley assume que a taxa de crescimento do capital depende da taxa de lucro, r , da taxa real de juros, i , e de um fator de “exuberância”, ρ , que representa a confiança dos investidores capitalistas.

$$g = g_0 + h(r + \rho - i) \quad (13)$$

O parâmetro h é positivo. Retomando a equação (11), temos que:

$$r = \frac{g - d}{s} \quad (14)$$

Substituindo (12) e (13) em (14), chega-se a:

$$r = \frac{g_0 - d_0 + (h + \psi s)r + h\rho - (h + \eta)i}{s} \quad (15)$$

Solucionando para r :

$$r = \frac{g_0 - d_0 + h\rho - (h + \eta)i}{s(1 - \psi) - h} \quad (16)$$

Um aumento de i leva a um aumento do influxo de capitais e importações, e uma queda do investimento doméstico, reduzindo o produto doméstico, a relação produto-capital, e a taxa de lucro. Um aumento no fator de confiança eleva o investimento doméstico, a relação produto-capital, e a taxa de lucro.

Resolvendo a equação (15) para g :

$$g = \frac{s(1 - \psi)g_0 - hs(1 - \psi)\rho - h(s(1 - \psi) + \eta)i}{s(1 - \psi) - h} \quad (17)$$

Então, as equações (11), (12) e (13) determinam r , g e d , dado ρ , i e os parâmetros estruturais. Nessa maneira de abordar o modelo, ρ e i são as variáveis de estado. Uma vez que g e ρ se relacionam de forma monótona, pode-se alternativamente tomar g e i como variáveis de estado, entendendo que ρ está sendo determinado implicitamente. Essa abordagem permite a visualização da dinâmica da economia no espaço (g, i) , onde as definições de estruturas financeiras são mais transparentes. Nessa abordagem, pode-se escrever r e d , em termos de g e i :

$$r = \frac{g - d_0 - \eta i}{s(1 - \psi)} \quad (18)$$

$$d = \frac{\psi g - d_0 - \eta i}{s(1 - \psi)} \quad (19)$$

A figura 1 mostra as diferentes estruturas/regimes de financiamento no espaço (g, i) . A linha tracejada de 45°, na qual $i = g$, é o limite entre o regime $g > i$, abaixo, e o regime $i > g$, acima da linha. Cada combinação de g e i determina uma taxa de lucro de equilíbrio no curto prazo por meio da equação (18). A linha mais espessa na figura 1 corresponde às combinações (g, i) em que $r = i$. Acima dessa linha tem-se $i > r$, ou seja, a economia encontra-se em regime Ponzi e, assim, vulnerável a crises financeiras. A linha mais fina é o locus (g, i) em que $r = g$, e delimita a fronteira (onde $i \leq r$) entre os regimes *hedge* e especulativo. A figura 1 enfatiza a articulação entre a taxa de crescimento e a taxa de lucro na economia aberta kaleckiana. Nessa economia, uma elevação da taxa de crescimento diminui a fragilidade financeira, porque aumenta a taxa de lucro.

Foley (2003) afirma que para estudar as trajetórias dinâmicas do modelo, e assim verificar a tendência endógena à fragilização da economia, é preciso especificar as leis do movimento para as variáveis de estado, ρ e i . Supõe-se que a confiança dos investidores, ρ , aumenta à medida que

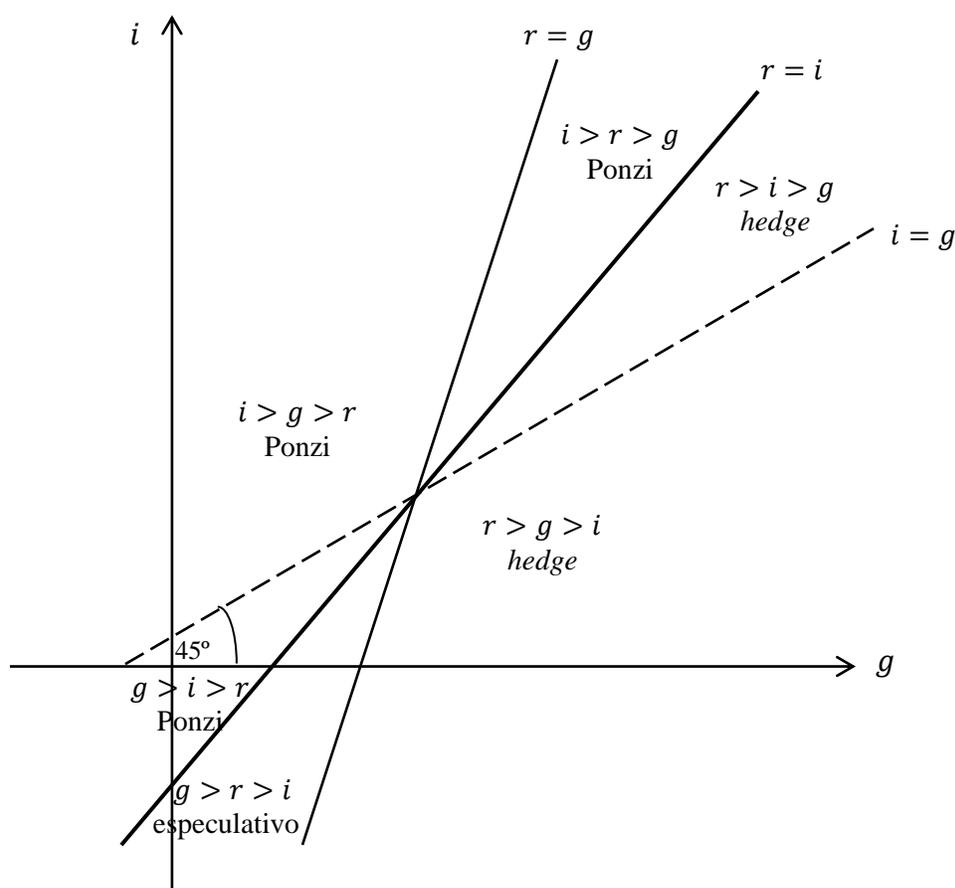
a taxa de crescimento supera a taxa de crescimento de equilíbrio, \bar{g} , e diminui à medida que a taxa de juros sobe acima de seu nível de equilíbrio, \bar{i} . Assim:

$$\dot{\rho} = \beta(g - \bar{g}) - \delta(i - \bar{i}) \quad (20)$$

A taxa real de juros é tomada como único instrumento de política monetária. Sempre que a taxa de crescimento supera a taxa de crescimento de equilíbrio, a autoridade monetária eleva a taxa de juros:

$$\dot{i} = \gamma(g - \bar{g}) \quad (21)$$

Figura 1 - Diferentes regimes de financiamento



Fonte: Elaboração própria a partir de Foley (2003, p. 164).

Diferenciando a equação (17) em relação ao tempo, chega-se a:

$$\dot{g} = h \left(\frac{s+h}{s} \right) \dot{\rho} - h \left(\frac{s+h+\eta}{s} \right) \dot{i}$$

Ou:

$$\begin{aligned} \dot{g} = & \left(\frac{h}{s(1-\psi)-h} \right) (\beta(s(1-\psi)) - \gamma(s(1-\psi) + \eta)) (g - \bar{g}) \\ & - \left(\frac{h}{s-h-\psi} \right) \delta(s(1-\psi))(i - \bar{i}) \end{aligned} \quad (22)$$

As equações (21) e (22) formam, então, um sistema dinâmico representativo da economia. A autoridade monetária define o equilíbrio escolhendo a meta para \bar{g} . No equilíbrio, $\rho = 0$ e $i = \bar{i}$, onde, a partir das equações (11) a (13), chega-se a:

$$\bar{i} = \frac{s(1-\psi)g_0 - (s(1-\psi) - h)\bar{g} + hd_0}{h(s(1-\psi) + \eta)} \quad (23)$$

A matriz jacobiana, ou a matriz das derivadas de primeira ordem do sistema é:

$$J = \begin{bmatrix} \left(\frac{h}{s(1-\psi)-h} \right) (\beta(s(1-\psi)) - \gamma(s(1-\psi) + \eta)) & - \left(\frac{h}{s-h-\psi} \right) \delta(s(1-\psi)) \\ \gamma & 0 \end{bmatrix} \quad (24)$$

O traço da matriz jacobiana, trJ , obtido pelo somatório dos elementos da diagonal principal da matriz é:

$$trJ = \left(\frac{h}{s(1-\psi)-h} \right) (\beta(s(1-\psi)) - \gamma(s(1-\psi) + \eta)) \quad (25)$$

E o determinante da matriz jacobiana, $\det J$, é:

$$\det J = \gamma \left(\frac{h}{s-h-\psi} \right) \delta(s(1-\psi)) \quad (26)$$

Para os valores possíveis assumidos por s e pelos parâmetros estruturais, o determinante da matriz J é sempre positivo. Para que o equilíbrio do sistema seja estável é preciso que o traço seja negativo. Para isso, Foley (2003) assume que a autoridade monetária é suficientemente vigorosa, de modo que responda fortemente, via taxa real de juros, a desvios da taxa de crescimento corrente em relação à taxa de crescimento pré-estabelecida como meta. Em outras palavras, para garantir a estabilidade da economia, a autoridade monetária estabelece um elevado valor de γ , o que faz com que o traço da matriz, dado pela equação (25), seja negativo.

Entretanto, ressalta o autor, uma política de taxa de juros que estabiliza a economia pode também torná-la suscetível a crises financeiras. Um banco central buscando arrefecer a economia por meio da elevação da taxa de juros pode transformar um grande número de empresas especulativas em empresas Ponzi, e forçar uma contração drástica dos planos de investimento.

A figura 2 mostra o diagrama de fase da pequena economia aberta kaleckiana, inicialmente em equilíbrio, no ponto A, dentro do lócus de regime especulativo, $\bar{g} > \bar{r} > \bar{i}$, onde é provável de uma economia nessas características e com boas perspectivas de investimento encontrar-se. Tomando $\dot{i} = 0$ na equação (21), encontra-se a linha vertical $g = \bar{g}$, representada pela linha azul tracejada. A direita desta, a autoridade monetária está aumentando a taxa de juros, já que a taxa de crescimento corrente está superando a taxa de crescimento de equilíbrio, $g > \bar{g}$. A esquerda da linha, a taxa de juros está caindo, já que a taxa de crescimento encontra-se abaixo da taxa de crescimento de equilíbrio, $g < \bar{g}$. No equilíbrio estável, o lócus $\dot{g} = 0$, representado pela linha azul cheia, é negativamente inclinado, e pode ser obtido fazendo $\dot{g} = 0$ na equação (22). A direita desta linha azul cheia a taxa de crescimento está diminuindo e, à esquerda, está aumentando. As setas do diagrama de fase mostram o movimento geral do sistema nas quatro regiões da figura¹³.

Para analisar a dinâmica em que a economia passa de uma posição especulativa para finanças Ponzi, ficando assim vulnerável a uma crise financeira, pode-se conjecturar um choque positivo sobre a taxa de crescimento que faz com que a economia se mova para o ponto B na figura 2. Esse aumento da taxa de crescimento gera uma elevação da confiança dos investidores capitalistas, o que prepara o cenário para ultrapassar o equilíbrio. O banco central reage aumentando a taxa de juros com o intuito de trazer o crescimento ao seu nível pré-definido, por

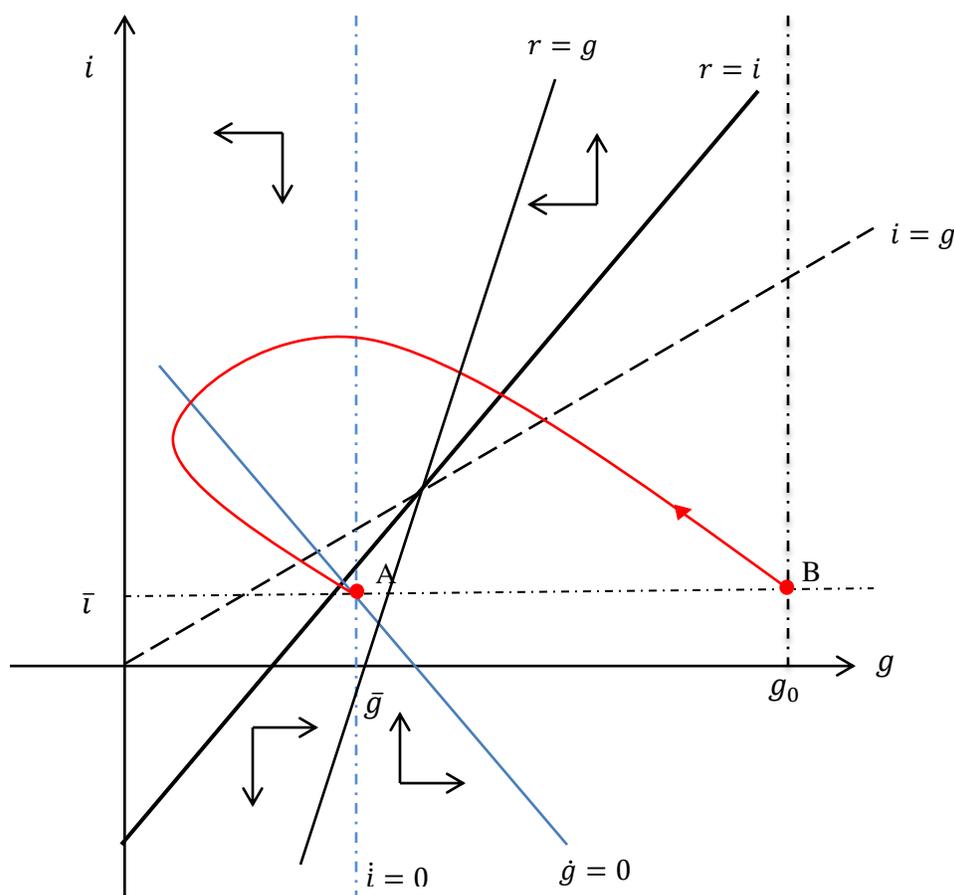
¹³ A linha $r = i$, que delimita a fronteira da região Ponzi, foi reproduzida da figura 1, assim como a linha de 45°, onde $i = g$.

meio da redução da taxa de investimento. A taxa de investimento mais baixa deprime a demanda agregada e a taxa de lucro, e conseqüentemente reduz a utilização da capacidade instalada. A queda da utilização da capacidade instalada será geralmente acompanhada por um aumento do desemprego, conforme os conhecidos efeitos colaterais de uma política de austeridade monetária. No entanto, na medida em que a taxa de juros sobe e a taxa de lucro cai, a economia que inicialmente se encontrava em regime especulativo migra para o regime Ponzi, ao cruzar a linha $i = r$ (ver figura 2).

Os agentes entendem que essa é uma situação temporária resultante da tentativa de ajustar o impacto positivo na taxa de crescimento. Entretanto, nesse período, a economia precisará pagar o serviço da dívida com novos empréstimos. A solvência do país depende da confiança dos credores na capacidade da economia gerar receitas e honrar seus compromissos financeiros, de modo que mantenham a oferta de crédito e, se isso ocorrer, ele poderá passar por essa fase sem uma crise financeira. Como a trajetória da figura indica, em certo momento da trajetória da economia o crescimento cai abaixo da meta, permitindo que a taxa de juros real caia, e aliviando assim a pressão financeira sobre a economia. As taxas de crescimento e de lucro continuam a cair, até que um ponto de inflexão é atingido, onde a economia volta a crescer, e a taxa de lucro *idem*. Passado algum tempo, a queda na taxa de juros e a elevação na taxa de crescimento e do lucro são suficientes para recolocar a economia no regime especulativo.

Entretanto, cabe ressaltar que durante o regime Ponzi a economia permanece vulnerável a uma crise financeira *a la* Minsky, a qual seria deflagrada caso não houvesse disponibilidade de novos empréstimos na magnitude necessária, e interromperia o processo de ajuste suave em direção ao ponto A, conforme ilustrado na figura 2. Nesse caso de racionamento de crédito e desconfiança por parte dos credores, as taxas de juros subiriam mais acentuadamente, enquanto as taxas de crescimento e lucros cairiam também mais fortemente, empurrando muitas firmas ou intermediários financeiros à bancarrota.

Figura 2 - Diagrama de fase para um equilíbrio estável em regime especulativo



Fonte: Elaboração própria a partir de Foley (2003, p. 166).

A partir de seu modelo, Foley (2003) assinala duas lições importantes para os gestores de política. Ambas derivam do fato de que no curto prazo a taxa de crescimento e a taxa de lucro deste tipo de economia estão fortemente correlacionados positivamente. A economia se torna financeiramente frágil quando sua taxa de crescimento cai e arrasta para baixo a taxa de lucro, percepção que, segundo o autor, está em nítido contraste com a sabedoria convencional de que o caminho para evitar a crise financeira é a redução da taxa de crescimento por meio de políticas de austeridade assentadas em uma política monetária restritiva. A primeira lição é que o banco central não deve traçar como meta de equilíbrio uma taxa muito baixa de crescimento. Isso, pois, em baixas taxas de crescimento, as taxas de lucro geralmente são baixas, e a economia tende a se aproximar do regime Ponzi. Embora a economia possa enfrentar outras restrições que limitem a

sua taxa de crescimento, tais como o fornecimento de infraestrutura complementar e a oferta de empreendedorismo competente, é mais provável evitar a crise financeira com essas limitações do que em um cenário de metas baixas para as taxas de crescimento.

A segunda lição é que, na tentativa de estabilizar a economia na ocasião de um choque positivo, aumentando as taxas de juros, o banco central deve levar em conta o impacto da relação entre as taxas de juros e taxas de lucro sobre a viabilidade financeira dos balanços das firmas, haja vista que uma política de taxa de juros excessivamente vigorosa pode inadvertidamente desencadear a fragilidade e crise financeiras.

Por fim, Foley (2003) adverte que em uma pequena economia aberta e em desenvolvimento, é provável que, de uma forma ou de outra, o Estado seja pressionado para absorver as dívidas de empresas em períodos de fragilidade financeira. Assim, a fragilidade financeira do setor privado é convertida em vulnerabilidade financeira do setor público, e a crise financeira que ocorre pode aparecer na forma de uma crise de finanças públicas e de reservas cambiais.

2.3.2 A contribuição de Mario Tonveronachi (2006)

Neste trabalho, no âmbito de uma economia aberta, Tonveronachi pretende analisar alguns aspectos básicos da evolução e gerenciamento da dívida externa seguindo a abordagem de fragilidade financeira de Minsky (1986) e extensão posterior para a dívida externa abordada por Kregel (2004).

Por dívida externa, o autor considera a dívida denominada em moeda estrangeira e realizada fora do país devedor. Observando as relações entre um país e o resto do mundo, o balanço de pagamentos registra as fontes de formação da dívida e do seu serviço para toda a economia e, portanto, tanto para o setor público e privado. Tonveronachi (2006) considera inicialmente um país com uma dívida externa líquida positiva (NFD)¹⁴. Em termos absolutos, as variações nesta são iguais ao saldo em conta corrente (CA), ou seja, um déficit em conta corrente eleva o endividamento externo:

$$NFD - NFD_{-1} \equiv -CA \equiv -NX - NFI - UT \quad (27)$$

¹⁴ As reservas estrangeiras estão incluídas na dívida externa líquida.

Em que, NX são as exportações líquidas, NFI é a renda líquida recebida do exterior e UT são as transferências unilaterais, e todas as variáveis são expressas em moeda estrangeira a fim de destacar as restrições provenientes do balanço de pagamentos.

O autor então define a condição de liquidez de um país em relação ao resto do mundo da seguinte forma:

$$NX_i + r_i^{FA}FA_{i-1} + UT_i + \Delta FR_i \geq \leq r_i^{FD}FD_{i-1} + MD_i \quad i = 1, \dots, n \quad (28)$$

Onde, r^{FA} é a taxa de retorno sobre os ativos estrangeiros, denotados por FA ; ΔFR é a variação no montante de reservas estrangeiras (utilizadas para compensar desequilíbrios temporários de liquidez); r^{FD} é a taxa de juros média sobre a dívida externa, denotada por FD ; MD é a dívida a vencer e i indica o período de tempo. Desconsiderando a variação de reservas estrangeiras, as desigualdades na equação acima indicam as expectativas de que, a cada período futuro, a entrada de moeda estrangeira oriunda das exportações líquidas, renda de ativos estrangeiros ou transferências unilaterais supere ou fique abaixo da quantidade necessária para honrar o serviço da dívida. Caso o lado esquerdo seja inferior ao lado direito, a economia estará em situação de falta de liquidez em termos de moeda estrangeira.

O saldo em conta corrente mostra, em cada período, a posição da economia em termos de sua liquidez em moeda estrangeira. Para um país cuja moeda nacional não é uma moeda internacional, falta de liquidez da moeda significa que no mercado de câmbio local, a oferta da moeda está aquém da demanda. Na prática, por exemplo, um déficit em conta corrente obriga o país a levantar nova dívida no mercado internacional, o que constitui uma entrada de capital em igual montante a ser registrada na conta capital e financeira do balanço de pagamentos do país. Assim, uma longa sucessão de déficits em conta corrente levará ao aumento progressivo da dívida externa líquida, privada e/ou pública, e da fragilidade financeira externa do país.

Conforme Tonveronachi (2006), isso tem consequências importantes quando se passa de iliquidez e fragilidade à insolvência e *default*. Segundo ele, solvência, para um país, diz respeito à sustentabilidade de sua dívida externa, ou seja, a capacidade do país de quitar ao menos os juros futuros relativos à sua dívida, denominados em moeda estrangeira.

Na concepção do autor, caso se espere que em alguns períodos futuros os influxos de moeda estrangeira serão insuficientes para pagar os juros da dívida, então o país está em posição especulativa. Em uma perspectiva de longo prazo, é a própria necessidade de rolar a dívida que coloca o país em uma posição especulativa. Da mesma forma, caso se espere que por muitos períodos futuros, os influxos de moeda estrangeira oriundos do comércio serão inferiores para quitar os juros da dívida, o país está em posição Ponzi e a dívida externa irá crescer. Além disso, Tonveronachi ressalta que, quando se relaciona (como o fazem muitos analistas) a sustentabilidade da dívida com a estabilidade de alguma medida relativa (por exemplo, dívida externa/exportações líquidas, ou dívida externa/PIB), isso significa aceitar que o país continua em posição Ponzi, e esse é o significado de uma conta corrente persistentemente deficitária.

If we expect that in some future periods the inflow of foreign currency coming from the trade surplus will not suffice to pay for interest on debt, the country is clearly in a speculative position. The possible presence of indexed rates of interests adds to the speculative nature of the position. In a long period perspective it is the very need to roll over the debt that puts the country in a speculative position. If we expect that for many future periods the inflows of foreign currency from trade will be lower than the amount needed to pay interest on debt, the country is in a Ponzi position and the foreign debt will grow. If, like many analysts do, we link the sustainability of debt to the stability of some relative measure (such as the debt/net exports ratio or the ratio of debt to national product, both expressed in foreign currency), it means accepting that the country remains in a Ponzi scheme (this is the meaning of a persistently negative CA), although it is thereby limiting increase in the current account deficit and therefore limiting the dynamics of the pyramidal scheme (TONVERONACHI, 2006, p. 13).

Seguindo o autor e assumindo, por simplicidade, que a variação das reservas estrangeiras é nula (i.e., balanço de pagamentos em equilíbrio), as transferências unilaterais idem, a equação (27) pode ser escrita como:

$$NFD - NFD_{-1} \equiv -CA \equiv -NX + r^{NFD} NFD_{-1} \quad (29)$$

O fluxo bruto de moeda estrangeira devido ao pagamento de juros produz um aumento na dívida externa líquida na medida em que, em termos absolutos, os valores das exportações líquidas são inferiores aos do serviço da dívida. Além disso, se g_{NFD} é a taxa de crescimento da dívida externa líquida, determinada por $[(NFD - NFD_{-1})/NFD_{-1}]$, a partir da equação (29) tem-se:

$$g_{NFD} = r^{NFD} - \frac{NX}{NFD_{-1}} \quad (30)$$

Ou seja, a taxa de crescimento da dívida externa líquida depende da taxa de juros que incide sobre ela e do desempenho das exportações líquidas. Desse modo, quanto maior a taxa de juros que incide sobre a dívida externa líquida e o estoque acumulado desta dívida até o período anterior, maior será a taxa de crescimento da dívida externa líquida. Ainda, quanto menores os valores das exportações líquidas, maior a taxa de crescimento da dívida externa líquida.

A partir daí, Tonveronachi (2006) propõe uma análise de sustentabilidade de longo prazo da dívida externa, tendo como base as equações (29) e (30). Ressalta-se que, como estas equações se referem a um único período, para a análise em questão é necessário considerá-las por um longo horizonte temporal. Com base na taxonomia de Minsky, e levando em conta o valor e a evolução da dívida externa líquida em termos absolutos e como proporção das exportações líquidas, o autor classifica os países em quatro posições: *hedge*, especulativo, Ponzi sustentável e Ponzi não sustentável.

A condição natural de país *hedge* é ter, ao longo do tempo, uma dívida externa líquida igual a zero. A balança comercial pode até apresentar alguns déficits temporários, mas estes podem ser corrigidos prontamente com o uso de reservas estrangeiras ou de políticas fiscais e monetárias restritivas, que reduziriam as importações. Além disso, o país pode adotar um coeficiente prudencial sobre as exportações líquidas como margem de segurança. A dívida externa líquida de um país *hedge* pode até ser positiva, todavia, esta deve ser contratada a taxa de juros fixa e o país deve ter a garantia de sua renovação. Com efeito, para que o custo de rolagem da dívida externa não comprometa o equilíbrio da conta corrente, a dívida deve ser baixa, e assim se manter.

Um país especulativo mantém sistematicamente uma dívida externa líquida positiva, mas mantém um superávit na balança comercial suficiente para cobrir o serviço da dívida, de modo que esta não aumenta em termos absolutos. Uma diferença importante entre um país *hedge* e um especulativo é justamente a necessidade de saldo comercial positivo para compensar o saldo da balança de serviços e rendas e manter em equilíbrio as transações correntes do país. As margens de segurança de um país especulativo são as mesmas de um país *hedge*, no entanto, a eficácia das políticas monetária e fiscal restritivas tende a ser menor. Por exemplo, um aumento das taxas de juros, que atrai mais capital estrangeiro, afetaria o dinamismo das exportações via seu efeito na taxa de câmbio, e assim o saldo comercial.

Em relação às posições Ponzi, Tonveronachi (2006) define que um país Ponzi sustentável apresenta balança comercial superavitária, mas déficit na balança de serviços e rendas que, em termos absolutos, supera o primeiro. Ou seja, o país apresenta déficit em transações correntes e uma dívida externa líquida crescente em termos absolutos, o que torna a necessidade de financiamento constante. Todavia, em termos relativos, o país conserva uma taxa de crescimento da dívida externa líquida constante em relação às exportações líquidas. Nesse caso, conforme a equação (30), num dado valor de r^{NFD} , as exportações líquidas crescem à mesma taxa que a dívida externa líquida. Nesse cenário, as políticas monetária e fiscal possuem pouca credibilidade, de modo que a única margem de segurança do país, além das reservas estrangeiras, é um baixo nível de endividamento inicial, de maneira que o crescimento das exportações possa se manter em nível também baixo. No entanto, frente a um choque significativo, o valor das reservas precisa ser substancialmente elevado. O *default* da dívida externa, nesse caso, torna-se um perigo.

Um país na situação Ponzi não sustentável, por sua vez, apresenta também déficits na conta corrente, e a dívida externa líquida está, portanto, crescendo em termos absolutos. Em termos relativos, no entanto, e diferentemente da Ponzi sustentável, a dívida externa está crescendo frente às exportações líquidas, trilhando um caminho explosivo. A necessidade de financiamento externo é, então, imprescindível. Porém, devido à situação extremamente frágil em que o país se encontra, é pouco provável que ela consiga recursos no mercado financeiro internacional e, conseqüentemente, o *default* da dívida externa é bastante provável. O quadro 1, proposto pelo autor, sintetiza a sua definição das posturas financeiras dos países em relação à dívida externa, as principais características de cada uma, e sua sustentabilidade no longo prazo.

Para Tonveronachi (2006), e em linha com a análise proposta por Minsky para uma economia fechada, as condições para a transição de posições especulativa para Ponzi são criadas durante períodos de *boom*, neste caso, a nível internacional. Estes períodos de expansão da atividade econômica, ao melhorarem a *performance* dos agentes do sistema e permitirem o cumprimento do serviço da dívida repetidamente, acabam reduzindo a percepção de risco dos credores e devedores, e assim, reduzindo as margens de segurança das operações. Nessas condições, a tendência é o endividamento excessivo e o aumento significativo da fragilidade financeira externa. Então, a ocorrência de uma desaceleração do crescimento, de um aumento das

taxas de juros internacionais ou uma queda no saldo comercial pode ser suficiente para deflagrar uma crise cambial e o *default*.

Quadro 1 - Dívida externa e posições financeiras dos países

Posição financeira do país	Dívida externa líquida	Características típicas	Margens de segurança
<i>Hedge</i>	Zero	Desvios pequenos e temporários do equilíbrio da balança comercial	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reservas estrangeiras ▪ Políticas monetária e fiscal ▪ Coeficientes prudenciais sobre as exportações líquidas
Especulativa	Positiva, mas não crescente em termos absolutos	Balança comercial superavitária, o suficiente para pagar os juros sobre a dívida (equilíbrio da conta corrente)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reservas estrangeiras ▪ Políticas monetária e fiscal ▪ Coeficientes prudenciais sobre as exportações líquidas
Ponzi sustentável	Positiva e crescente em termos absolutos, mas constante em termos de NX (taxa de crescimento constante)	Balança comercial superavitária, mas déficit em conta corrente	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reservas estrangeiras ▪ Baixa razão da dívida
Ponzi não sustentável	Positiva e crescente em termos absolutos e em termos de NX (taxa de crescimento crescente)	Balança comercial e conta corrente deficitárias	—

Fonte: Elaboração própria a partir de Tonveronachi (2006, p. 37).

No que tange às posições financeiras, o autor aponta que há uma assimetria entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento. Enquanto os primeiros são tradicionalmente superavitários na conta de transações correntes e, portanto, exportadores de poupança e em posição *hedge*, os países em desenvolvimento são tradicionalmente deficitários em conta corrente e, assim, importadores de recursos líquidos (poupança externa), estando em posição Ponzi sustentável ou não sustentável. Em outros termos, enquanto os países desenvolvidos acumulam ativos estrangeiros líquidos ao longo do tempo, os países em desenvolvimento acumulam dívida externa.

O argumento convencional que justifica a estratégia de crescimento com poupança externa por parte dos países em desenvolvimento, é que a poupança interna nestes é insuficiente para o financiamento da totalidade do investimento doméstico. A importação de capital estrangeiro seria a solução para viabilizar esses investimentos. Essa estratégia, ao permitir maiores níveis de investimento nesses países, teria como consequência maiores taxas de crescimento econômico. Assim, a manutenção do país em posição Ponzi seria positiva em termos de maior investimento e crescimento. Além disso, haveria uma alocação mais eficiente dos recursos mundiais, o que contribuiria para maiores taxas de crescimento global. Entretanto, as experiências mostram que, sob essa estratégia, a maioria dos países em desenvolvimento não apenas apresentou taxas muito baixas de crescimento, como também foi atingida por diversas crises externas, distanciando-se ainda mais da superação da barreira ao desenvolvimento econômico¹⁵.

Seguindo a abordagem de Tonveronachi (2006), no intuito de superar a fragilidade externa e passar de uma posição Ponzi para especulativa e depois *hedge*, o país deve aproveitar os momentos de elevada liquidez internacional, gerenciando os recursos externos captados, e necessários ao financiamento da conta corrente, com vistas a incrementar futuramente as exportações líquidas e, com isso, gerar superávits em conta corrente que conduzirão o país a uma posição mais confortável.

2.3.3 Outras contribuições acerca da fragilidade financeira externa

Os artigos de Dymski (1998) e Dymski (1999) aplicam as ideias de Minsky para a para explicar, respectivamente, os *booms* e *busts* ocorridos na Califórnia, Japão e Coréia do Sul e a crise financeira asiática na década de 90, utilizando uma abordagem espacializada, o que exige que os desequilíbrios comerciais e fluxos de fatores transfronteiriços sejam considerados. Nesse sentido, a fragilidade financeira, que é endêmica para todo crescimento nacional ou regional, pode ser intensificada por desequilíbrios transfronteiriços nos fluxos de poupança e de fatores.

Nesses *papers*, em comum, o autor argumenta que as economias com fronteiras são dotadas de um balanço de transações correntes, que pode ser instável, devido à migração transfronteiriça de fatores de produção e riqueza. É de certa forma improvável que todos os

¹⁵ Uma análise detalhada pode ser encontrada em Kregel (2004).

recursos necessários ao crescimento econômico de uma região estejam presentes dentro de sua própria delimitação geográfica. De tal modo, as fronteiras geram complicações estruturais importantes para economias regionais e nacionais quando os fluxos são desequilibrados, podendo resultar em bolhas de ativos, além do aumento da fragilidade financeiras dessas economias.

Outro elemento chave presente na abordagem de Dymski, além da ideia de economias com fronteiras, é a ideia de que os fluxos de riqueza transfronteiriços não são fluxos reais, mas fluxos nominais - riqueza abstrata perseguindo ativos reais. O autor sugere que o processo de fragilidade e reversão que ocorre no momento de expansão, é acentuado no caso de uma economia aberta em que os fluxos transfronteiriços fazem com que a taxa de crescimento dos *portfolios* exceda a produção de ativos reais. Então, a capacidade da economia evitar uma crise financeira depende não apenas do ciclo econômico, como preconizado Minsky, mas do sucesso da economia em mediar as tensões nos setores financeiro e real inerentes a economias com fronteiras e mobilidade de capitais. Neste particular, a emergência de bolhas de ativos ou não, depende, em parte, dos mecanismos institucionais capazes de canalizar corretamente os grandes influxos de capital que geram desequilíbrios para projetos de investimento. Esses desequilíbrios são, em essência, disparidades entre os influxos de capital financeiro e a taxa de crescimento do capital real.

Assim, se uma economia não possui a estrutura institucional apropriada para canalizar os influxos para o investimento produtivo, como a compra ou construção de ativos reais (investimento estrangeiro direto), afastando-se assim o investimento especulativo (compra de créditos/direitos sobre ativos reais), esses influxos geram uma bolha de ativos. Esta bolha se torna uma nova fonte de crise *à la* Minsky, a qual é independente da fonte primária de instabilidade, qual seja, a evolução de estruturas de passivo das firmas ao longo de um *boom*. Nessa configuração, uma crise pode ser deflagrada em qualquer momento em que a confiança dos investidores enfraqueça a ponto de provocar uma diminuição ou reversão dos influxos de capitais.

A diminuição ou reversão dos influxos de capital estouram a bolha de ativos e desencadeiam um processo de deflação de dívidas, que é agravado por uma taxa de câmbio enfraquecida. Na visão de Dymski, a crise financeira pode ocorrer em qualquer ponto durante o ciclo de negócios em uma economia aberta, seja ela desenvolvida ou em desenvolvimento, ainda que seja mais provável nas economias em desenvolvimento pelo fato destas geralmente não

possuírem mecanismos institucionais (por exemplo, controle de capitais) capazes de direcionar os influxos de capital para investimentos produtivos. Além da questão institucional, as dimensões e consequências das bolhas de ativos dependem também do caráter do crescimento econômico, do diferencial de crescimento entre a economia em questão e a região circunvizinha e do balanço de pagamentos dessa economia com o resto do mundo.

A respeito das economias abertas e em desenvolvimento, Akyüz (1998) também menciona a falta de mecanismos institucionais adequados como fator gerador de crises, e não apenas no âmbito doméstico, mas também global. Internamente, o autor argumenta que alguns mecanismos como a imposição de limites prudenciais sobre o crédito bancário, a exigência de níveis adequados de capital e de casamento dos fluxos monetários gerados pelo ativo e passivo podem evitar uma exposição excessiva ao risco por parte dos bancos, evitando a falência destes e os efeitos negativos associados. Akyüz ressalta também a necessidade de adoção de controle de capitais, uma vez que o mercado de mobilidade livre de capitais tem se mostrado historicamente incapaz de promover uma alocação global ótima desses recursos.

No âmbito internacional, para o autor, impedir a recorrência de crises financeiras e cambiais passa pela criação de uma governança global das finanças internacionais, já que os atuais arranjos internacionais não são apenas insuficientes, mas também assimétricos, ao serem projetados mais para disciplinar os mutuários do que regular os credores. Além disso, os arranjos internacionais são projetados para gerenciar em vez de prevenir crises, e as medidas para evitar crises bancárias internacionais tendem a ser à custa de padrões de vida, estabilidade e desenvolvimento econômico nos países devedores em desenvolvimento.

Akyüz chama a atenção também para a ausência de mecanismos adequados, eficazes e baseados em regras, para a provisão de liquidez por um credor internacional de última instância, o que garantiria maior estabilidade e segurança para o sistema financeiro global.

Kregel (1998), examinando a crise asiática, argumenta que uma economia aberta (desenvolvida ou em desenvolvimento) está vulnerável a uma crise financeira muito mais cedo no ciclo de negócios do que no modelo de uma economia fechada e desenvolvida de Minsky. Essa observação deve-se às margens de segurança, que precisam ser maiores para as empresas em economias abertas, a fim de absorver os impactos de mudanças exógenas nas taxas internacionais de juros e de câmbio sobre os fluxos de caixa. Essa margem de segurança significa que a diferença entre os fluxos de caixa gerado a partir de ativos e fluxos de caixa gerados pelo passivo

deve ser sempre positiva, o que ele chama de um “colchão” de segurança capaz de absorver mudanças imprevistas nesses fluxos.

Nesse sentido, por exemplo, se há uma elevação das taxas de juros internacionais, os compromissos de pagamento das firmas nacionais que tomam empréstimos no exterior aumentam. Além disso, o aumento da taxa de juros internacional pode provocar fuga de capitais e, conseqüentemente, a desvalorização da moeda nacional. Nesse caso o impacto da taxa de juros sobre os fluxos de caixa seria composto. Numa situação como essa, os problemas de fluxo de caixa das firmas podem se agravar ainda mais se a política doméstica for de aumentar as taxas de juros internas para proteger a moeda fraca.

O mesmo raciocínio pode ser feito em relação ao sistema bancário. No entanto, Kregel ressalta que os bancos que operam nos mercados internacionais de capital estão ainda mais expostos ao risco. Isso, pois, além do impacto negativo dos choques externos sobre o fluxo de caixa, os bancos também têm suas classificações de risco de crédito abaladas. Eles terão que pagar spreads de crédito mais elevados sobre o seu financiamento internacional, os quais serão incapazes de recuperar via maiores taxas de juros cobradas de seus clientes internos. Dependendo da magnitude dessa mudança nas taxas, alguns bancos podem migrar para uma posição Ponzi, tornando-se insolventes.

Kregel (1998) admite que a fragilidade possa advir também de um processo endógeno que comprima a margem de segurança. Neste caso, e em consonância com a análise de Minsky citada anteriormente, em períodos de estabilidade econômica, as experiências positivas do passado recente transformam-se em expectativas de resultados positivos no futuro, ao passo que as crises anteriores vão sendo esquecidas pelos agentes. Geralmente, um “ambiente estável” é caracterizado por um período sem grandes choques externos. Essa expectativa de continuidade do bom momento econômico faz com que as firmas e bancos acabem reduzindo as margens de segurança com que operam. Por fim, essa mudança endógena das margens faz com que a passagem de um sistema frágil para um sistema instável seja muito mais rápida na ocorrência de um choque exógeno.

Portanto, de modo similar a Dymski, Kregel considera o gatilho de uma crise financeira como exógeno à economia doméstica, embora este admita que possa haver um processo endógeno de fragilização da economia. Em contraste, Dymski crê que uma crise financeira pode ocorrer a qualquer momento ao longo de um ciclo de negócios numa economia aberta, ao passo

que Kregel acredita que a susceptibilidade a uma crise financeira depende da economia superando um determinado ponto do ciclo de negócios, em que há um estreitamento excessivo das margens de segurança das firmas, de modo que a probabilidade de ocorrer uma crise ao longo de um *boom* parece ser menor do que em Dymski.

Assim como Dymski (1998; 1999), Akyüz (1998) e Kregel (1998), Arestis e Glickman (1999) também estendem a análise mynskiana para uma economia aberta, visando explicar a crise asiática. Nesse artigo, os autores, compartilham da visão de Kregel (1998), em que a crise financeira em uma economia aberta (especialmente em processo de desenvolvimento e liberalização) chega mais cedo do que em uma economia fechada, tendo em vista as flutuações imprevistas da taxa de câmbio e a vulnerabilidade relacionada às elevações nas taxas de juros, e também pela presença de um processo endógeno de fragilização financeira. A novidade em Arestis e Glickman (1999) é que o gatilho da crise pode advir tanto de choques exógenos como endógenos, além de proporem a inclusão de uma estrutura/posição financeira adicional à tipologia de Minsky.

De acordo com os autores, em uma economia aberta, mesmo unidades que casam as entradas de caixa originárias do ativo com as saídas de caixa oriundas do passivo podem ser consideradas especulativas, uma vez que os dividendos e ganhos esperados de capital, ou o serviço da dívida por pagar podem estar designados em moeda estrangeira e, portanto, estão vulneráveis a oscilações da taxa de câmbio. Entretanto, quando numa posição de risco cambial as unidades contraem empréstimos de curto prazo em moeda estrangeira para financiar ativos domésticos de longo prazo, estas unidades estão muito mais vulneráveis a choques adversos, podendo ser classificadas como super-especulativas. Isso, pois, dado que uma unidade nessa situação depende de refinanciamento para cumprir as obrigações do serviço da dívida, ela está suscetível a ter uma drástica elevação dos seus compromissos financeiros, seja por um movimento de alta inesperada das taxas de juros, seja por um movimento de depreciação da moeda doméstica, ou por ambos, podendo culminar em sua bancarrota.

Sobre o processo de fragilização financeira, Arestis e Glickman explicam que em um sistema globalizado, os períodos de *boom* em uma economia aberta e sem controle de capitais estimulam grandes influxos de capital estrangeiro nessa economia, sobretudo quando as taxas de juros domésticas de curto prazo estiverem relativamente mais altas que a dos principais centros

financeiros internacionais. Haverá, portanto, um aumento dos depósitos nos bancos comerciais do país, os quais serão capazes de ampliar significativamente suas captações de recursos no exterior.

Na esteira desse processo, os preços dos ativos dos mais variados tipos e dos lucros começam a se elevar internamente, o que reforça a visão otimista sobre o momento econômico do país. Externamente, os fundamentos econômicos do país também passam a ser vistos com otimismo, aumentando a demanda por ativos domésticos. O excesso de liquidez e o otimismo momentâneo fazem com que haja um direcionamento às inovações financeiras na economia em questão, com os detentores de riqueza exterior a buscar oportunidades de investimento e as unidades econômicas locais a buscar financiamento externo, especialmente de curto prazo.

Gradualmente, esse otimismo e a alta perspectiva de lucro vão inibindo o comportamento conservador e conduzindo a economia a uma situação de fragilidade financeira externa, com as inovações possibilitando as unidades domésticas em posições *hedge* a se engajarem em posições especulativas, e estas em super-especulativas. Nessa configuração a economia em questão torna-se propensa a: (i) a crise que é nacional na origem, mas sofre impacto da sua situação externa (o que os autores definem como uma crise de *d* para *e*); (ii) a crise que é externa na origem, mas sofre impacto da sua situação doméstica (*e* para *d*) e; (iii) a crise intensificada pelas interações entre (i) e (ii). Nas palavras dos autores, esses processos ocorrem da seguinte forma:

A *d* to *e* crisis would have its origins in classic Minskyan factors (see Minsky 1986, p.217), such as the advent of rising costs in the domestic capital goods industries. As Minsky argues (ibid), the result will be present-value reversal and a decline in asset prices which will mean that speculatively and super-speculatively financed units will find refinancing increasingly difficult to come by and its terms increasingly onerous. As they default in increasing numbers and commercial failure spreads, a flight towards liquidity will break out. Some investors will seek to diversify the now larger liquid element in their portfolios by shifting into other currencies. Others will act in anticipation of behaviour of this kind. The domestic currency will be sold heavily, triggering an exchange rate crisis. Even units that are hedged in the sense that their asset and liability maturities are matched will now become vulnerable to the fact that they are speculatively financed in the other sense that their debts are denominated in foreign currency whereas their cash inflows are not. Furthermore the potential for contagion will have a global reach (ARESTIS; GLICKMAN, 1999, p. 10-11).

The possibility of an *e* to *d* crisis can be analysed on Minskyan terms on the basis that, once an economy is open to global financial markets, its state entity can be regarded as a financing unit in relation to the external value of its currency. On the one hand, its residents will accumulate debts to the rest of the world denominated in foreign currencies. On the other, its central bank may accumulate assets - foreign currency reserves. So long as reserves are substantial in relation to debts, the country remains in the equivalent of a hedge-financed position: the payments necessary to maintain the external value of its currency can always be made. However, as endogenous processes drive up the foreign liabilities, and especially the short-term liabilities, of residents of

our putative open economy, its debt-to-reserves ratio rises and it becomes increasingly doubtful that its authorities will continue to be able to finance the transactions they may be called upon to undertake to protect the exchange rate. The state will then become, in effect, a speculative- and, ultimately, a Ponzi-financing unit in relation to the wider world (ARESTIS; GLICKMAN, 1999, p. 10-11).

Sob essas condições, a taxa de câmbio se torna uma fonte de incerteza em relação a qual as expectativas podem aumentar e diminuir com consequências desestabilizadoras.

Even in the absence of actual evidence of deterioration in domestic financial conditions, speculators may begin to doubt the ability of the state to support its currency and, if it were not already in a Ponzi state in this regard, it will become such now as they may move, possibly on a massive scale, against the currency concerned. This external crisis will feed into the domestic situation, first because super-speculatively-financed units, especially, will be hit and secondly since, if speculators are to act on their fears of rising debt/reserves ratios, they will first have to liquidate holdings of domestic assets. As they do so, domestic asset prices will fall and the balance sheet positions of domestic borrowers and lenders alike will deteriorate. Even domestic units that have remained hedge-financed in the sense that they have resisted the lure of foreign borrowing may well find themselves dragged down into speculative and Ponzi positions, which may be difficult to refinance (ARESTIS; GLICKMAN, 1999, p. 11).

Portanto, na visão de Arestis e Glickman (1999), a instabilidade financeira de uma economia aberta pode ser apreendida em termos caracteristicamente minskyanos. A abertura expande o direcionamento à inovação financeira e amplia as vias pelas quais as unidades, inclusive o próprio Estado, podem passar de posições *hedge* para especulativas e Ponzi. Enquanto a fragilização financeira externa decorre de um processo endógeno, tornando a economia cada vez mais expostas a eventos perturbadores, estes choques desencadeadores de crises podem ser tanto de origem externa como interna. Quando de origem externa, a crise será intensificada pelas suas condições internas e, nessa situação, a taxa de câmbio surge como principal elemento externo de instabilidade. Quando inicialmente interna, a crise será intensificada pelas suas condições externas. Nesse particular, surgem como elementos desencadeadores internos, por exemplo, um aumento nos custos das indústrias de bens de capital, o que tenderia a provocar uma reversão do valor presente do investimento, de modo que unidades especulativas e super-especulativas encontrariam dificuldades crescentes em termos de disponibilidade e custo do refinanciamento.

Por fim, tendo como pano de fundo a crise do leste asiático, bem como as experiências de países como China e Índia, que foram pouco afetados pela crise, Arestis e Glickman (1999) argumentam que a liberalização financeira nunca pode ser vista como uma boa prescrição de política, mesmo em princípio, uma vez que, necessariamente, torna o sistema financeiro mais

frágil. Para os autores, a liberalização tem tanto um aspecto doméstico (perda de autonomia nos controles de taxas de juros e alocação de crédito), e um aspecto externo (perda de autonomia sobre os movimentos de capitais). A ausência desses controles implica inevitavelmente a perda de salvaguardas capazes de contribuir para preservar a estabilidade do sistema financeiro.

Schroeder (2002) também utiliza o arcabouço minskyano para analisar a crise asiática e oferece importantes contribuições. Nesse trabalho, Schroeder chama a atenção para o comportamento da taxa de lucro de curto prazo, incremental, ou a taxa de retorno de novos investimentos, em contraste com a taxa de lucro de longo prazo, a taxa média de retorno, como fator crucial na geração da fragilidade financeira.

[...] the near-term rate of return is what firms use to make decisions about undertaking new investment projects, because in a world of uncertainty the incremental return is a better guide than the average rate to what firms can expect to receive on the investment of new funds, given the prevailing market conditions. The incremental profit rate, thus, acts as a signal which directs capital flows. This rate will then influence the pace of capital accumulation. For instance, if the incremental rate of return starts to decline, and remains declining over time, then one can expect the pace of capital accumulation to decline as well, with some time lag (SCHROEDER, 2002, p. 17).

Então, ao reconhecer que os fluxos de investimento são movidos pelo curto prazo, ou incremental, taxa de retorno em novos investimentos, um cenário diferente emerge. Esse foi o caso da Tailândia, segundo a autora. Enquanto o estoque de capital tailandês estava rendendo um retorno de longo prazo muito alto, a queda da taxa de lucro para novos investimentos fez com que as firmas procurassem recursos de algum lugar e rapidamente, e o fizeram, desviando parte dos recursos destinados a novos investimentos em atividades produtivas para o investimento especulativo.

Nesse sentido, embora na visão de longo prazo, a economia tailandesa estivesse em posição *hedge* mesmo durante a crise, pois, não apenas os lucros esperados do estoque de capital existente eram suficientes para cobrir novos investimentos, mas também os pagamentos do serviço da dívida e amortização do principal, no curto prazo, no entanto, o lucro incremental, ou o lucro de novos investimentos, estava em rápido declínio.

A estratégia das firmas nessa situação foi compensar a queda na taxa de lucro no investimento produtivo por investimentos especulativos, especialmente nas bolsas de valores. À medida que os investimentos no mercado financeiro foram aumentando, a própria taxa de lucro neste mercado seguiu o movimento, o que gerou confiança nos agentes, aumentando cada vez mais a corrida a esta modalidade de investimento. No entanto, a própria queda da taxa de lucro no

setor produtivo acaba a partir de determinado momento, como no caso tailandês, impactando os preços dos ativos financeiros.

Num certo sentido, segundo Schroeder, a primeira etapa do regime Ponzi é a “calmaria antes da tempestade”. O mercado de ações, no entanto, começa a desinflar à medida que as participações são vendidas para pagar o serviço da dívida e as despesas operacionais. Essa saída de capital, por sua vez, faz com que a taxa de retorno do investimento especulativo passe a cair, intensificando o processo. A crise aparece, então, como a segunda etapa do regime Ponzi, provocada por algum evento ou série de eventos que abala a confiança do investidor. Especificamente, a crise em 1997 foi caracterizada por um aumento repentino na taxa de juros, uma taxa negativa de lucro e uma contínua taxa negativa de retorno sobre o mercado de ações, uma desaceleração dramática da acumulação de capital.

Schroeder destaca também que um projeto adequado de avaliação de risco país deve incluir também a análise das instituições, tanto para as nações desenvolvidas quanto para aquelas em desenvolvimento. Pela ótica da autora, duas instituições são particularmente importantes: o sistema bancário e a política industrial. Como o sistema bancário é uma fonte de instabilidade financeira, então ele precisa ser monitorado, assim como em Minsky. A política industrial, por sua vez, precisa atuar verificando se os fluxos de capital estão sendo alocados para o investimento produtivo, em vez de investimento especulativo. Este, se não for controlado, pode exacerbar uma bolha de ativos, alimentando uma alta taxa de retorno sobre o investimento especulativo, aumentando a suscetibilidade a crises financeiras por meio da criação de um gatilho na forma de uma mudança repentina na confiança dos investidores.

Especificamente no caso dos países em desenvolvimento, Schroeder aponta que estes têm estado sob enorme pressão para se adequar à visão neoliberal de uma estrutura econômica capitalista, em um esforço para garantir fluxos futuros de capitais, que são – na visão neoliberal – indispensáveis para o desenvolvimento de suas economias e a elevação dos padrões de vida dos seus cidadãos. Em outras palavras, “they are under tremendous pressure to create exactly the economic environment that nutures financial instability” (Schroeder, 2002, p. 24). Na realidade, segundo ela, esses países precisam de instituições que atuem como mecanismos de controle e contenção da instabilidade, e estas instituições não devem se basear, sem dúvida, no formato das instituições ocidentais. As formas institucionais ou mecanismos de controle precisam ser projetados especificamente para cada estrutura socioeconômica, a fim de fornecer adequadamente

o arcabouço para uma maior estabilidade. No entanto, ressalta Schroeder, é um tanto irrealista esperar que um arranjo institucional bem planejado possa conter completamente a instabilidade, especialmente em um período de desenvolvimento econômico acelerado.

2.3.4 O Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE) de Paula e Alves Junior (1999)

No artigo de Paula e Alves Junior (1999), a taxa de câmbio, ao impactar a estrutura financeira de determinada unidade econômica tanto no plano operacional quanto financeiro, assume um papel chave. Por exemplo, uma unidade que importa insumos e detém dívida em moeda estrangeira seria duplamente afetada por uma depreciação cambial. No plano operacional, os custos de produção se elevariam e, no financeiro, o valor da dívida e dos encargos correspondentes idem.

As possibilidades de combinação entre fluxos de receita e de despesa e obrigações financeiras em moeda doméstica e estrangeira geram uma taxonomia de tipos de unidades muito mais complexa em uma economia aberta. Nesse sentido, quando se considera a sensibilidade das unidades econômicas a variações no câmbio, além das variações nas taxas de juros, o efeito de uma política monetária restritiva e/ou uma depreciação cambial pode variar bastante de acordo com a participação relativa das unidades com posturas especulativas no conjunto da economia. Destarte, Paula e Alves Junior (1999, p. 78) definem o conceito de fragilidade financeira externa como o “grau de vulnerabilidade de uma economia às mudanças nas condições de financiamento oriundas de alterações nas taxas de juros externas ou ainda nas taxas de câmbio”.

Ademais, a resultante macroeconômica de posturas financeiras - em moeda estrangeira - dos agentes será uma economia frágil se o conjunto de agentes residentes, envolvidos em transações com o exterior, é de tal ordem que as obrigações financeiras a vencer - ao menos as mais imediatas - não possam ser cumpridas com o uso dos recursos externos disponíveis, a não ser que estes sejam complementados por refinanciamento das obrigações de curto prazo (PAULA; ALVES JUNIOR, 1999).

Ou seja, a estrutura financeira externa de certa economia nacional em determinado período no tempo é dada pela relação entre as entradas e saídas previstas de recursos via balanço de pagamentos, de modo que o aumento da razão entre as saídas e entradas – aumento da

necessidade de recorrer ao mercado financeiro internacional para renegociar posições financeiras em aberto – expressa elevação da fragilidade financeira externa da economia.

O IFE analisa, portanto, a dependência de refinanciamentos para a manutenção do equilíbrio do Balanço de Pagamentos e de determinada política cambial, comparando as obrigações “reais” e “virtuais”, em moeda estrangeira, de um país com a sua respectiva capacidade de pagamento. Tendo como numerador as obrigações financeiras e como denominador a capacidade de pagamento, o IFE corresponde à seguinte expressão algébrica:

$$\text{IFE} = (\text{M} + \text{D}_j + \text{D}_{\text{os}} + \text{A} + \text{CCP}_{-1} + \text{PLA}_{-1}) / (\text{X} + \text{R}_j + \text{R}_{\text{os}} + \text{RE}_{-1} + \text{I}_d + \text{E}_{\text{ml}}) \quad (31)$$

onde:

M são as importações;

X são as exportações;

D_j são as despesas com juros j ;

D_{os} são as despesas com outros serviços;

R_j são as receitas com juros j ;

R_{os} são as receitas com outros serviços;

A são as amortizações de empréstimos;

CCP_{-1} é o estoque de capitais de curto prazo, defasado em um período;

PLA_{-1} é o estoque de investimento líquido em portfólio, defasado em um período;

RE_{-1} são as reservas internacionais acumuladas até o período anterior;

I_d são as entradas de divisas correspondentes aos investimentos diretos, e;

E_{ml} correspondem aos empréstimos de médio e longo prazo.

As obrigações de pagamentos “reais” envolvem as despesas com importações e serviços mais as amortizações de empréstimos. As obrigações “virtuais” envolvem os estoques de capitais de curto prazo e de investimentos em portfólio (acumulados), segundo seu valor no balanço de pagamentos, defasados em um período. Essas variáveis representam as obrigações reais e virtuais de maior importância do país em um determinado trimestre¹⁶.

¹⁶ Segundo Paula e Alves Junior (1999), as obrigações “virtuais” - o estoque de capitais de curto prazo e os investimentos líquidos em portfólio - são defasadas em um período porque se convencionou que essas obrigações só

Quanto mais elevado for o valor do IFE, maior suscetível está o país de ser afetado por mudanças na conjuntura internacional como, por exemplo, variações nas taxas de juros externas ou outro choque externo, e menor a sua capacidade de honrar os compromissos financeiros mais imediatos, isto é, maior a dependência de refinanciamento externo ou de “queima” de suas reservas internacionais. Por outro lado, quanto menor for o valor do IFE, menos suscetível está o país ao comportamento da economia internacional e maior é a sua capacidade de honrar seus compromissos mais imediatos sem a necessidade de refinanciamento ou de uso das reservas. À medida que o IFE diminui, mais as obrigações reais e virtuais estão sendo cobertas por receitas correntes e financiamentos de prazo mais longo.

Paula e Alves Junior (1999) definem, então, uma classificação para a postura financeira de um país análoga ao conceito de fragilidade financeira de Minsky. Uma economia aberta é considerada *hedge* se o pagamento integral de suas obrigações denominadas em moeda estrangeira (relacionada ao fluxo de mercadorias e serviços), reais e virtuais, for independente de refinanciamento permanente. Desse modo, os gastos correntes e os compromissos financeiros, ambos em moeda estrangeira, são compatíveis com as receitas correntes e o grau de liquidez (em moeda estrangeira) dos ativos. Opostamente, caso os gastos em transações correntes e obrigações financeiras com não residentes exijam a utilização recorrente de refinanciamento e/ou queima de reservas para que sejam cumpridos, a economia pode ser classificada como especulativa.

Um exemplo é que, se em determinado país o financiamento de curto prazo for ampliado, a fragilidade financeira dessa economia se elevaria se no período subsequente as obrigações virtuais excedessem os recursos financeiros obtidos no período, as receitas correntes e as reservas internacionais. Nesse caso, o equilíbrio do balanço de pagamentos dependeria cada vez mais de políticas econômicas capazes de atrair o capital de curto prazo, de caráter especulativo.

É importante lembrar que, conforme a hipótese de fragilidade financeira de Minsky, em períodos de *boom* e ciclos de elevada liquidez internacional as economias capitalistas tenderiam a adotar posturas cada vez mais especulativas, ampliando sua vulnerabilidade a crises, e apresentando, assim, maiores índices de fragilidade financeira externa. Isso implicaria uma maior dependência de refinanciamento externo em períodos de instabilidade, precisamente quando há escassez de recursos. Entretanto, cabe destacar também que a noção do grau de fragilidade

poderão ser exigidas no trimestre subsequente ao de sua entrada. As reservas internacionais, por sua vez, foram defasadas porque as obrigações cambiais só podem ser enfrentadas com reservas acumuladas até o trimestre anterior.

financeira é afetada por um componente subjetivo, pois envolve as expectativas dos agentes no que tange ao comportamento futuro dos mercados financeiros e, por isso, não há como definir com precisão o quão frágil uma economia pode estar.

Por exemplo, a ampliação do financiamento de curto prazo por meio de uma política econômica eficaz na atração de capitais de curto prazo, suficientes para cobrir elevação das obrigações financeiras pode pressionar o IFE para baixo. No entanto, tendo em vista o caráter volátil e especulativo desses fluxos de capitais, e o fator expectacional envolvido, o país pode se encontrar vulnerável externamente mesmo que seu índice esteja baixo. Em que pese esse problema, Paula e Alves Jr (1999) argumentam que a evolução do índice evidencia a maior ou menor fragilidade externa de um país, e que deve ser utilizado apenas como um indicador de tendência, que procura avaliar o aumento ou redução da importância das avaliações subjetivas dos agentes econômicos detentores de direitos e/ou obrigações em moeda estrangeira na determinação de seu quadro externo. E embora não se possa auferir o exato momento da elevação da fragilidade por este índice, ele indica o comportamento e a evolução da fragilidade financeira externa no Brasil, como observaremos adiante.

2.4 EVOLUÇÃO DA FRAGILIDADE FINANCEIRA DA ECONOMIA BRASILEIRA (1990-2013)

Expostos os fundamentos teóricos da fragilidade financeira externa, esta seção dedica-se à análise da evolução fragilidade financeira da economia brasileira no período recente a partir de dois indicadores, sendo o primeiro o índice de fragilidade financeira externa (IFE), apresentado anteriormente, e o segundo, um indicador derivado deste.

2.4.1 Aplicação do Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE)

Nesta subseção, será apresentada a evolução do Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE) para a economia brasileira no período compreendido entre os anos de 1990 e 2013. Os dados para a construção do índice foram coletados nos Boletins Mensais e nas Séries Temporais do Banco Central do Brasil (BCB), bem como no Ipeadata. Cabe ressaltar que a metodologia empregada para a construção do índice difere parcialmente daquela empregada originalmente por

Paula e Alves Junior (1999), uma vez que à época da construção deste indicador, o BCB apresentava os resultados do Balanço de Pagamentos em um formato que foi substituído em janeiro de 2001. A partir daí, o BCB alterou a estrutura do Balanço de Pagamentos, para adequar-se à metodologia estabelecida pelo quinto Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (FMI). Com isso, algumas séries utilizadas inicialmente para o cálculo do IFE foram descontinuadas e aqui trocadas por séries alternativas. Trata-se, portanto, de uma adaptação do índice IFE desenvolvido por Paula e Alves Junior (1999).

Assim, para a construção do índice de fragilidade externa torna-se necessário recorrer a algumas *proxies* para as séries de dados que foram descontinuadas. Essas *proxies* foram adotadas conforme sugerido em Munhoz (2010). Posto isso, e retomando a equação (31), as seguintes alterações adotadas:

- i. As despesas com outros serviços referem-se às despesas com serviços e rendas, excluídas aquelas referentes aos juros.
- ii. As amortizações de empréstimos referem-se às amortizações de médio e longo prazo.
- iii. O estoque de capitais de curto prazo, anteriormente divulgado pelos Boletins do BCB, foi substituído pela base de dados de “usos e fontes de recursos de curto prazo”, divulgada pelo Ipeadata. Esta conta registra títulos de renda fixa de curto prazo negociados no país e no exterior, empréstimos de curto prazo, crédito comercial de curto prazo, derivativos financeiros, depósitos de não-residentes, outros passivos e erros e omissões; podendo, então, servir de *proxy* para a variação do estoque de capitais de curto prazo¹⁷.
- iv. O estoque de investimento líquido em portfólio foi contabilizado somando-se os investimentos estrangeiros em carteira, representados pela sub-conta “ações de companhias brasileiras”, a partir do primeiro trimestre de 1990.
- v. Os valores de empréstimos de médio e longo prazo, anteriormente divulgados pelos Boletins do BCB, foram substituídos, a partir de 2001, pela *proxy* “variação da dívida externa de médio e longo prazo”.
- vi. As reservas internacionais correspondem ao conceito de liquidez internacional.

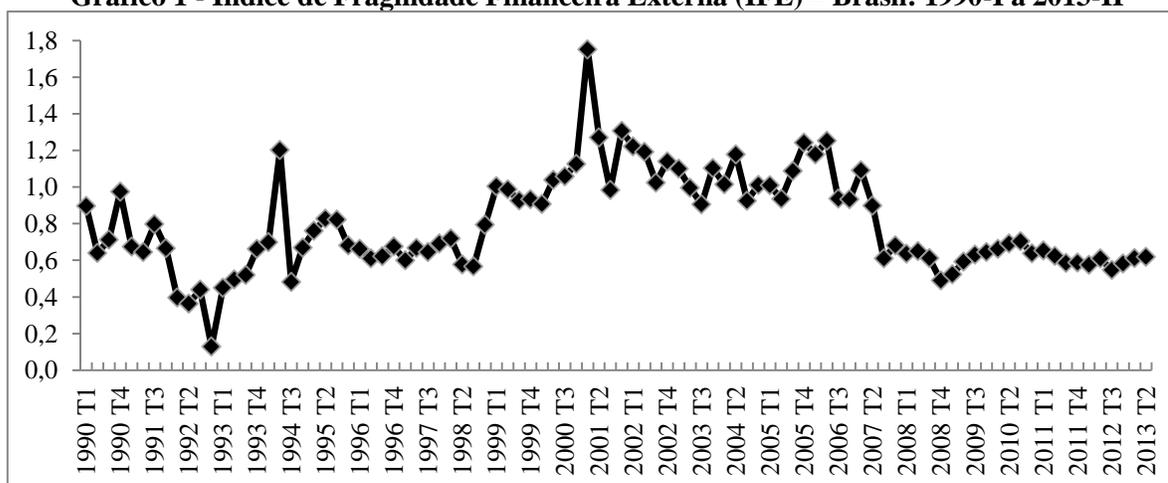
¹⁷ Ressalta-se que essa *proxy* não inclui movimentos de empréstimos estrangeiros e de moedas e depósitos que têm viés altamente especulativo e são muito voláteis dentro da conta financeira do balanço de pagamentos do Brasil. Assim, um índice mais adequado para avaliar a vulnerabilidade externa deveria considerar também esses movimentos especulativos. Entretanto, neste trabalho, optou-se por restringir a análise ao escopo do índice proposto por Paula e Alves Junior (1999), e revisado por Munhoz (2010).

Os demais itens do índice não mencionados anteriormente não sofreram alterações com a nova metodologia do Balanço de Pagamentos, e foram mantidos como no índice original de Paula e Alves Junior (1999).

Realizadas as alterações descritas, calculou-se então o índice de fragilidade financeira externa (IFE), cujos resultados estão ilustrados no gráfico 1

Como explicitado na seção 2, o cálculo do IFE considera diversas variáveis do balanço de pagamentos de um país; de modo que, *ceteris paribus*, uma variação em determinada variável alteraria o valor do índice, sugerindo maior ou menor fragilidade financeira externa. Nesse sentido, o que se espera é que em momentos de bom desempenho da conta de transações correntes o IFE recue, uma vez que esse melhor desempenho da conta corrente significaria, relativamente ao período anterior, uma melhor *performance* das exportações *vis-à-vis* as importações e/ou uma queda da relação despesas/receitas com serviços e rendas.

Gráfico 1 - Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE) – Brasil: 1990-I a 2013-II



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Ipeadata (2013).

Por outro lado, quanto maior o saldo da conta financeira, maior tende a ser o IFE, desde que, *ceteris paribus*, o volume de capitais de curto prazo no país seja superior ao montante de divisas referentes aos investimentos diretos e de empréstimos de médio e longo prazo, notadamente menos voláteis. Isso, pois, quanto maior a movimentação de capitais de curto prazo em um país, maior será a possibilidade de reversão dos recursos financeiros em momentos de mudança súbita de expectativas e no cenário internacional, e, portanto, maior sua fragilidade

financeira externa. Assim sendo, os vultosos fluxos de capitais a partir do ano 2000 explicam em boa parte a elevação da vulnerabilidade externa brasileira.

Ressalta-se que, pela metodologia do índice, uma redução do IFE resultante de um montante menor de investimento em carteira e de curto prazo relativamente ao montante de capitais de médio e longo prazo (IED e empréstimos), embora possa significar uma substituição de fontes de curto prazo por fontes de prazo mais estendido, e, assim, uma melhora na liquidez de curto prazo do país, isto não implica necessariamente uma melhora na solvência do país no curto e longo prazo, haja vista que esta ocorre apenas com a melhora da conta comercial e da conta corrente. Acrescenta-se que, qualquer que seja a modalidade de investimento, este terá como contrapartida remessas de divisas pela balança de serviços e rendas, o que tende a pressionar negativamente as contas externas e, desse modo, o IFE.

Vale destacar também que a política de acúmulo de reservas internacionais assume papel fundamental na evolução da fragilidade externa da economia brasileira no período. Embora o mecanismo de acúmulo de reservas cambiais pelo país evidencie uma maior exposição à flutuação dos fluxos de financiamento e/ou maior dependência dos ciclos internacionais de liquidez¹⁸, a manutenção de reservas internacionais em níveis elevados permite ao país dispor de ativos líquidos em momentos de maior instabilidade nas contas externas. Nesse sentido, o acelerado crescimento das reservas internacionais a partir de 2007 contribuiu para reduzir a fragilidade externa da economia brasileira no período subsequente, uma vez que estas compõem o denominador do IFE.

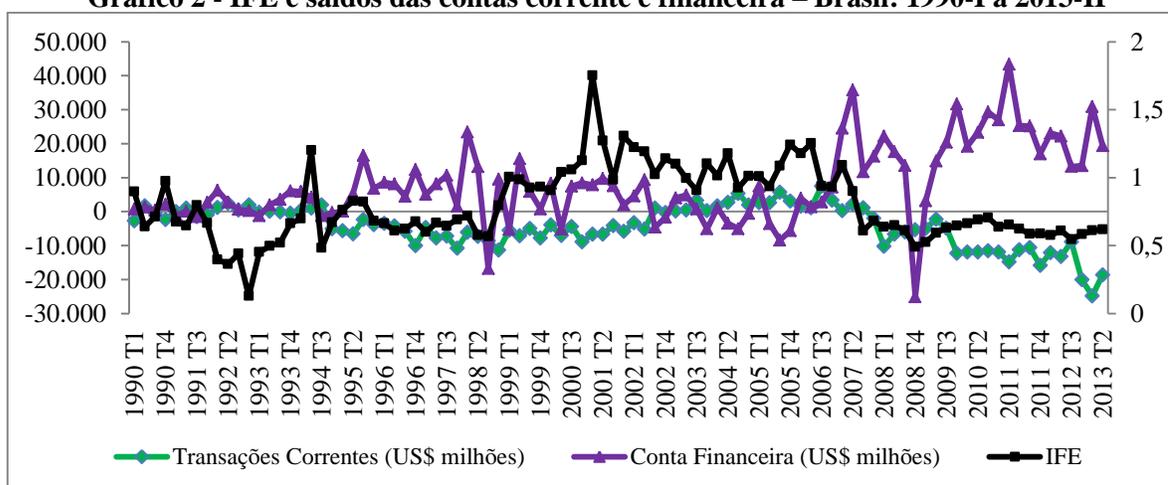
No que tange à relação do desempenho da conta corrente e da conta financeira com o IFE, o gráfico 2 permite algumas constatações para a economia brasileira. Como se pode notar, em maior ou menor grau e em boa parte do período, há uma correlação negativa do IFE com o saldo em transações correntes. No entanto, dado que a conta corrente é deficitária na maior parte do período, os movimentos do IFE estão mais condicionadas às oscilações dos fluxos estrangeiros de capitais, isto é, o indicador de fragilidade externa acompanha o contexto econômico e o ciclo de

¹⁸ Araújo *et al* (2012) evidenciam que o processo de formação de reservas internacionais no Brasil, desde 1975, baseia-se no fluxo de divisas de natureza financeira, i.e., são posições financiadas ou emprestadas. Dado que as reservas não são resultantes de transações reais com o exterior, e sim de recursos de terceiros, o resultado, em princípio, é um elevado custo de carregamento pelo diferencial de juros interno e externo, um menor grau de autonomia no gerenciamento das reservas, e uma menor capacidade de manter esse estoque de liquidez.

liquidez internacional, elevando-se em momentos de instabilidade e recuando em momentos mais estáveis.

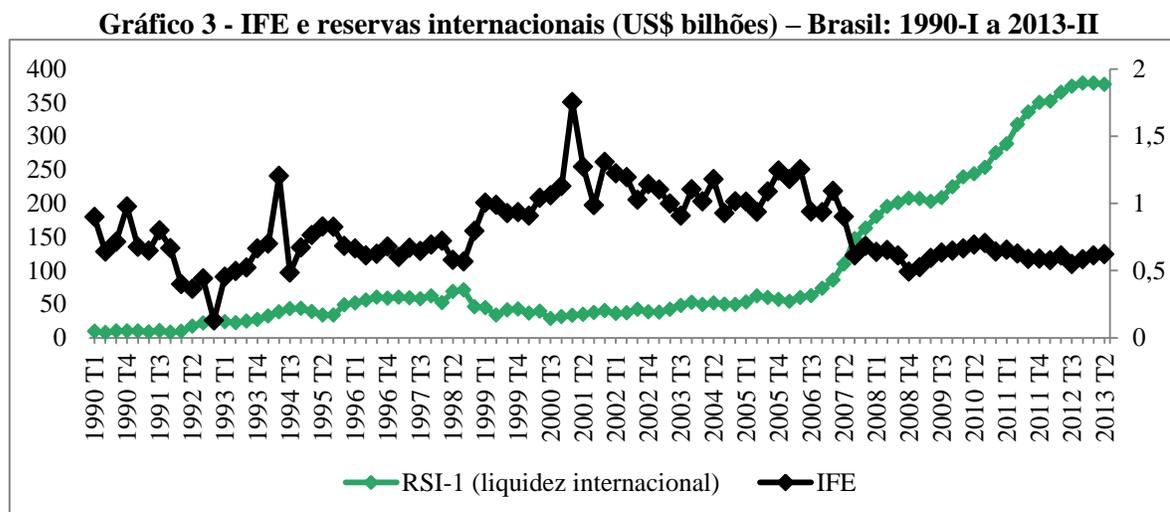
A partir dos gráficos 1 e 2, desconsiderando-se a forte elevação de IFE no segundo trimestre de 1994, contata-se também que há duas mudanças claras de patamar da fragilidade externa da economia brasileira. A primeira mudança se verifica a partir de 1999, período que marca a adoção do regime de câmbio flexível e do regime de metas de inflação, que associaram-se ao processo em curso de aprofundamento da abertura comercial e financeira. Essa configuração macroeconômica potencializa a fragilidade externa do país, uma vez que a política de taxas de juros elevadas em um cenário de abertura financeira crescente gera uma tendência à sobreapreciação cambial e uma maior dependência dos fluxos internacionais de capitais para o equilíbrio do balanço de pagamentos.

Gráfico 2 - IFE e saldos das contas corrente e financeira – Brasil: 1990-I a 2013-II



A segunda mudança de patamar do índice, uma reversão que se inicia no ano de 2007, deve-se, principalmente, à rápida redução dos estoques de capital de curto prazo, que começa a ser observada no final do ano. Assim, a queda do índice representa muito mais a forte saída dos capitais especulativos de curto prazo, já prenunciando a crise de 2008, do que um aumento da real capacidade de pagamento das obrigações do país e/ou da redução do seu passivo externo líquido. A partir daí, o rápido e suntuoso crescimento das reservas internacionais passa a compensar a volta dos fluxos de capitais e o relativamente mais fraco desempenho comercial,

sendo o principal determinante para a manutenção do IFE em um patamar mais baixo em relação à média do período 1999-2007, como pode ser verificado no gráfico 3.



Partindo da constatação de que a trajetória do IFE apresenta três momentos distintos ao longo do período analisado, a tabela 1 explicita os valores médios do IFE e de seus componentes divididos em três subperíodos, quais sejam, 1990-1998, 1999-2006 e 2007-2013-II.

Embora o IFE médio do subperíodo 1990-1998 tenha sido de 0,65 e o do subperíodo 1999-2006 de 1,08, à luz da história econômica brasileira seria razoável se esperar um valor mais elevado do índice no primeiro período, uma vez que a vulnerabilidade externa no período de câmbio administrado, relativamente ao período de câmbio flexível, tenderia a ser maior seja por conta dos resultados da balança comercial, pela menor capacidade autônoma de geração de divisas e menor capacidade de financiamento das contas externas, ou até mesmo pelo próprio regime cambial.

No entanto, como se pode ver na tabela 1, apesar dos elementos do denominador do IFE terem melhorado significativamente no segundo período relativamente ao primeiro, especialmente as exportações (X) e os investimentos diretos (Id), o que explica a elevação do valor médio do IFE no segundo período é o enorme montante de investimento em portfólio, que passou do patamar médio de US\$ 14,42 bilhões entre 1990-1998 para US\$ 45,42 bilhões entre 1999-2006, elevando substancialmente o numerador do índice.

Tabela 1- IFE médio e seus componentes em subperíodos selecionados - Brasil

Período	1990-1998	1999-2006	Variação % ¹	2007-2013*	Variação % ¹	
IFE médio	0,65	1,08	66%	0,64	-41%	
Numerador (US\$ milhões)	M	9482,50	15121,50	59%	45004,73	198%
	Dj	2715,14	4057,09	49%	4244,31	5%
	Dos	3744,75	6756,72	80%	22816,12	238%
	A	4443,19	8762,41	97%	8644,42	-1%
	CCP-1	101,81	293,88	189%	3761,23	1180%
	PLA-1	14417,86	45422,72	215%	125006,08	175%
Denominador (US\$ milhões)	X	10536,53	20229,91	92%	51021,08	152%
	Rj	551,81	660,09	20%	1909,46	189%
	Ros	1373,75	3228,88	135%	8741,85	171%
	RSI-1	34891,77	45555,67	31%	256121,71	462%
	Id	1962,19	5080,72	159%	12156,04	139%
	Eml	4171,83	688,88	-83%	4977,41	623%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Ipeadata (2013). ¹Em relação ao período anterior.

*Trimestres I e II.

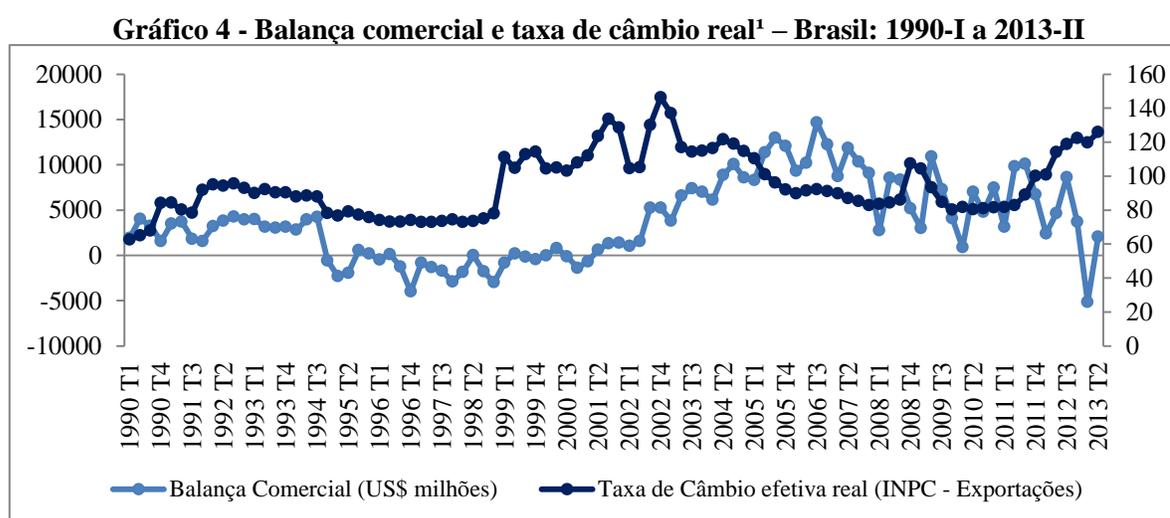
Os anos 1990 e 1991 foram marcados, além dos fracassos dos planos Collor I e II¹⁹ no combate à inflação, por extrema instabilidade política. O confisco de liquidez, principal medida do plano Collor I, provocou de imediato uma desestruturação do sistema produtivo com corte nas encomendas, semiparalisa na produção, demissões, férias coletivas, queda nos salários, deflação, atraso no pagamento de dívidas. Essa desarticulação nas condições de emprego e de produção provou uma retração do produto interno bruto (PIB) de 8% no 2º trimestre de 1990. O plano Collor II, lançado em fevereiro de 1991 como uma nova tentativa de controle de preços, embora tenha funcionado por alguns meses, o quadro recessivo, a impopularidade das medidas e a sucessão de escândalos políticos envolvendo Zélia Cardoso de Mello e denúncias de corrupção inviabilizaram as ações de política econômica que dependessem da credibilidade do governo.

Em relação às políticas voltadas ao setor externo, em 1990 deu-se início ao processo de abertura comercial com redução de tarifas de importação e eliminação de incentivos às exportações, conforme as diretrizes da nova Política Industrial e de Comércio Exterior (PITCE), além da adoção do câmbio flutuante. No segundo semestre de 1990, a taxa de câmbio real valorizada, combinada com os menores incentivos às exportações e maior facilidade às importações, além do aumento do preço do petróleo causado pela Guerra do Golfo, levou a uma deterioração da balança comercial e das transações correntes, e o Banco Central voltou a intervir no mercado cambial.

¹⁹ Para mais detalhes sobre os Planos Collor, ver, por exemplo, Faro (1990), Bresser-Pereira e Nakano (1991), Zini Junior (1992) e Horta *et al* (1992).

O gráfico 4 mostra o comportamento da taxa de câmbio real e o saldo da balança comercial no período.

Sobre o desempenho das transações correntes em 1990 e 1991, o saldo comercial do Brasil com o resto do mundo foi de US\$ 10,752 bilhões no primeiro ano, e caiu para US\$ 10,580 bilhões no segundo, enquanto a balança de serviços e rendas registrou déficits de US\$ 15,369 e US\$ 13,543 bilhões, respectivamente, o que culminou em déficits na conta corrente de US\$ 3,784 bilhões em 1990 e US\$ 1,407 bilhões no ano seguinte.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Ipeadata (2013).

¹Taxa de câmbio efetiva real - INPC - exportações - índice (média 2005 = 100)

Diante do quadro recessivo (retração do PIB de 4,3% em 1990 e crescimento de apenas 1,0% em 1991), fraco desempenho comercial, deterioração do saldo em transações correntes e baixo estoque de reservas internacionais, que registraram US\$ 9,973 bilhões e US\$ 9,406 bilhões no biênio 1990-1991, respectivamente, o índice médio de fragilidade externa foi de 0,81 no primeiro ano (tendo chegado a 0,97 no 4º trimestre), e 0,70 no ano seguinte, conforme mostra a tabela 2.

Tabela 2 - IFE anual médio do Brasil entre 1990-2013

Ano	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
IFE médio	0,81	0,70	0,33	0,53	0,76	0,77	0,64	0,65	0,66	0,96	1,03	1,33
Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
IFE médio	1,14	1,03	1,03	1,07	1,08	0,82	0,60	0,60	0,67	0,61	0,58	0,62

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Ipeadata (2013). *Trimestres I e II.

A partir de 1992, no entanto, houve uma relativa melhora da balança comercial, cujo superávit somou US\$ 15,239 bilhões, que associado a um déficit em serviços e rendas ligeiramente inferior (US\$ 11,336) e um maior superávit em transferências unilaterais correntes, relativamente aos anos anteriores, assegurou ao país um superávit em transações correntes de US\$ 6,109 bilhões, o único registrado na década de 1990, em termos anuais.

Além disso, apesar da queda de 0,5% do PIB neste ano, a política de juros altos, aliada à abertura financeira em um cenário de excesso de liquidez internacional promoveu uma volta dos influxos de capitais e elevação das reservas internacionais, gerando certo alívio do ponto de vista externo, embora, como ressaltado por Gremaud *et al* (2002), a necessidade de esterilização monetária tenha provocado uma profunda elevação da dívida pública. As reservas internacionais fecharam 1992 em US\$ 23,754 bilhões, um valor 152% maior que o de 1991. Com isso, o IFE caiu significativamente, assinalando o valor médio de 0,33 em 1992 (tabela 2).

O gráfico 5 ilustra a evolução dos fluxos líquidos anuais de capitais no Brasil entre 1990 e 2012.

Em 1993-94, com a recuperação da indústria e o bom desempenho da agropecuária, o cenário de estagnação econômica foi revertido, e a economia brasileira apresentou taxas expressivas de crescimento: 4,9% em 1993 e 5,9% em 1994 (IBGE, 2012). Em 1993, entretanto, começam a ser sentidos os impactos do afrouxamento das alíquotas médias de importação, iniciadas em 1990, as quais, segundo Lacerda (2010), passaram de 32,2% em 1990 para cerca de 16,5% em 1993 e 13,5% em 1994. A retomada da atividade econômica, e a existência de uma demanda reprimida resultante das políticas restritivas dos anos anteriores levaram a um aumento das importações em relação às exportações, e o superávit comercial recuou cerca de US\$ 2,0 bilhões em 1993. Ainda neste ano, houve deterioração da balança de serviços e rendas, em boa parte pelo aumento das despesas com os demais serviços e rendas, o que conduziu a conta corrente a um déficit de US\$ 676 milhões. Nesse cenário, o índice de fragilidade externa apresentou uma ligeira elevação em relação ao ano anterior, tendo como valor médio 0,53.

O ano de 1994, marco na história econômica do Brasil pela implementação definitiva do Plano Real²⁰ e o sucesso na estabilização da inflação, também é marcado positivamente pela conclusão, nos moldes do Plano Brady, da renegociação da dívida externa, há quase uma década

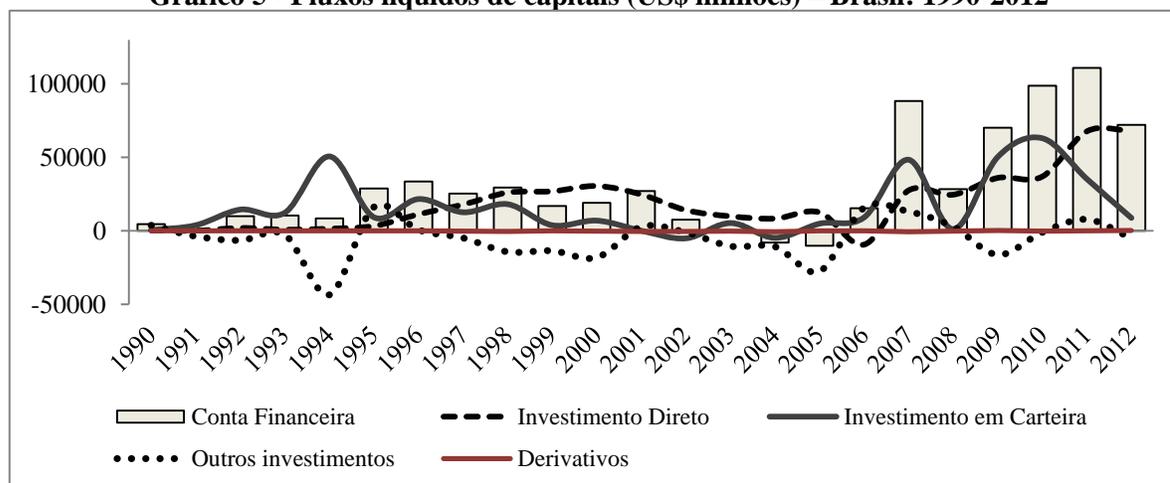
²⁰ Para uma compreensão detalhada do Plano Real, ver, por exemplo, Arida e Resende (1984), Franco (1995) e Oliveira (1996).

sem solução. Ainda, a estratégia de inserção no sistema econômico internacional, de abertura comercial e de atração de investimentos estrangeiros externos, especialmente via programa de privatizações, aprofunda-se a partir da adoção do Real.

Até o segundo trimestre do ano, antes do novo padrão monetário passar a vigorar oficialmente, o cenário econômico brasileiro pouco se distinguia do ano anterior, exceto pela mencionada renegociação da dívida externa, que explica a abrupta elevação do IFE no segundo trimestre (1,20), uma vez que o valor das amortizações de empréstimos, que compõe o numerador do índice, expandiu consideravelmente²¹.

Não obstante, paralelamente ao bem-sucedido controle da inflação, a gestão macroeconômica a partir do real deixaria dois flancos expostos, que se agravavam nitidamente: um crescente desequilíbrio externo e uma séria crise fiscal (GIAMBIAGI, 2011).

Gráfico 5 - Fluxos líquidos de capitais (US\$ milhões) – Brasil: 1990-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Em virtude da estabilização proporcionada pelo Plano Real, simultaneamente à valorização da taxa de câmbio e à política de juros altos, atraiu-se um grande volume de capitais de curto prazo, de natureza volátil. Com a política econômica vigente e os volumosos influxos de capitais estrangeiros, reforçava-se a deterioração da conta corrente e a dependência de financiamento externo para evitar crises do balanço de pagamentos. Logo, tal arranjo de política

²¹ Embora este refinanciamento tenha ampliado, em contrapartida, a rubrica “empréstimos de médio e longo prazo”, que compõe o denominador do IFE, o impacto não é proporcional, refletindo em elevação do IFE.

econômica provocou um aumento da fragilidade financeira externa do país, como ressaltam Paula e Alves Jr (1999, p. 73):

[...] a manutenção de juros internos elevados a partir da vigência do Plano atraiu capitais externos em montante muitas vezes superior às necessidades apontadas pelo balanço de pagamentos, aumentando o nível de reservas e promovendo apreciação real do câmbio, o que produziu dois efeitos. Primeiro, em um contexto de liberalização comercial, a apreciação cambial resultou em significativos déficits na balança comercial, em consequência do aumento nas importações. Segundo, o ingresso desses capitais implicou a aceitação de compromissos em moeda estrangeira concentrados, em boa parte, no curto prazo, que estaria exigindo uma busca constante de recursos para refinanciá-los. Os efeitos desta configuração de política econômica – de forte conteúdo liberal – teriam contribuído para o aumento da fragilidade financeira externa do país, à medida que a dependência de obtenção de financiamentos externos – para sustentar os déficits em contas correntes e as reservas internacionais em níveis que possam evitar uma crise do balanço de pagamentos – estaria aumentando.

Por outro lado, tendo em vista o controle inflacionário, a estratégia de financiamento externo e acumulação de reservas via conta financeira implicava a necessidade de emitir títulos de dívida interna, a fim de evitar a expansão da base monetária e a consequente pressão sobre o nível de preços. Essa política, associada aos recorrentes déficits operacionais e aos elevados juros reais que incidiam sobre a dívida pública provocaram uma drástica elevação da relação dívida pública/PIB no governo Fernando Henrique Cardoso (FHC)²².

Sobre o desempenho no front externo, no 4º trimestre de 1994 a balança comercial registrou um déficit de US\$ 562, e fechou o balanço anual com um superávit de US\$ 10,466 bilhões, retornando ao patamar do primeiro biênio da década. Todavia, como evidenciado no gráfico 4, o câmbio real em contínua valorização levou a uma forte deterioração da balança comercial em 1995, que fechou o ano com um déficit de US\$ 3,466 bilhões. No mesmo sentido, e pressionado pela quando no desempenho comercial, o saldo em transações correntes, que havia sido positivo nos três primeiros trimestres de 1994, registrou um déficit de US\$ 5,110 bilhões no último trimestre, fechando o ano deficitário em US\$ 1,811 bilhões.

Em um quadro de agravamento dos déficits comerciais, a necessidade de financiamento externo para compensação dos déficits em transações correntes resultou em um processo de realimentação contínua desses próprios déficits, por meio de uma crescente despesa com

²² De acordo com dados do BCB, em relação ao PIB, a dívida interna líquida do setor público (incluindo Petrobrás e Eletrobrás) passou de 21,32% em 1994 para 37,48% em 2002.

remessas de juros, lucros e dividendos ao exterior. Entre 1994 e 1995, o déficit em transações correntes elevou-se drasticamente, passando de US\$ 1.811 para US\$ 18.384 bilhões.

Deve-se mencionar, ainda, no biênio 1994-1995, o efeito contágio da crise mexicana (o efeito Tequila), deflagrada no final de 1994, que provocou a primeira onda de fuga de capitais desde o forte influxo destes, observado no início da década. Os investidores estrangeiros, guiados pelas finanças de mercado passaram a liquidar suas posições nos mercados latino-americanos, retirando grandes volumes de capitais de suas economias. O Brasil foi afetado diretamente por essa crise, que teve como um dos resultados uma forte queda de suas reservas internacionais em meados do ano 1995, impactando severamente a fragilidade externa do país. Assim, o IFE, que era 0,67 no final de 1994, atingiu 0,83 no segundo trimestre de 1995.

Posteriormente, em 1997, os mercados emergentes foram sacudidos por uma nova crise financeira e cambial, que se originou de um movimento de fuga de capitais e de ataque especulativo contra o *bath* tailandês. Na sequência, como efeito contágio, outros países asiáticos acabaram sofrendo ataques especulativos, bem como as economias latino-americanas, encerrando o ciclo de liquidez para as economias emergentes e, assim, para o Brasil. Entretanto, o efeito da crise asiática pouco pode ser observado pelo IFE, uma vez que, apesar de o país ter “queimado” reservas para fazer frente à crise, a redução do estoque de capital de curto prazo foi tão expressiva que compensou a queda das reservas internacionais. Nesse caso, o IFE mais baixo do que seria de se esperar reflete uma queda proporcionalmente maior do numerador em relação ao denominador do índice.

Portanto, neste momento, observar apenas o valor do IFE seria equivocado, pois, embora a saída desses capitais alivie as obrigações potenciais de curto prazo sobre o balanço de pagamentos, o ano de 1997 sublinha o quadro de grave desequilíbrio e vulnerabilidade externa da economia brasileira. A conta de transações correntes do balanço de pagamentos pulou de um déficit de cerca de US\$ 18 bilhões em 1995 para mais de US\$ 30 bilhões em 1997, resultado que não foi compensado pelo superávit da conta capital e financeira no ano, que registrou US\$ 25,800 bilhões. Os fluxos internacionais de capitais voltaram a garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos apenas em 2001, tendo sido insuficientes para tal por todo o interregno 1997-2000.

Como se verificou, a perda de reservas decorrente da incapacidade de atrair capitais para financiar o balanço de pagamentos resultou no colapso cambial em janeiro de 1999, e na abrupta desvalorização do real.

Vale mencionar que em 1998, antes da crise cambial, houve um recrudescimento dos fundamentos da economia brasileira, sobretudo o déficit nominal nas contas públicas, que atingiu a parcela de 8% do PIB, e o déficit em conta corrente, que chegou aos US\$ 35 bilhões, fatores que aumentaram a desconfiança dos credores. Em meados do ano, a crise russa dificultou ainda mais a obtenção de créditos externos, além de provocar uma nova e forte evasão de capitais de curto prazo. Nesse cenário, o país precisou fazer uso de suas reservas cambiais e recorrer ao FMI, que ofereceu um aporte de recursos de US\$ 41,5 bilhões, em um pacote *stand by*, em que os recursos são disponibilizados mediante necessidade (LACERDA *et al*, 2010).

Assim, de modo similar ao ocorrido em 1997, um estoque de capitais em rápido declínio em 1998 acabou se refletindo em um menor IFE, ao passo que, no ano seguinte, em decorrência de saídas mais brandas de capital e um nível significativamente mais baixo de reservas internacionais – utilizadas frente ao choque da crise russa – resultou em uma elevação bastante expressiva do IFE entre 1998 (0,66) e 1999 (0,96).

Com a crise de 1999, inicia-se um longo período de elevada fragilidade externa, que se manteve até 2006, sendo a média do IFE no período igual a 1,08.

Pouco tempo após o abandono do regime de bandas cambiais, merece destaque a abrupta elevação do IFE em 2001, cuja média anual foi de 1,33, ante o efeito-contágio da crise na Argentina e a turbulência nos mercados após o atentado terrorista às Torres Gêmeas. Internamente, a economia viu-se fragilizada pela crise energética, que comprometeu o ritmo de crescimento econômico do país, e contribuiu, assim como os fatores externos, para o aumento da fragilidade externa, manifestada pela zeragem de posições de investidores estrangeiros e queda dos investimentos estrangeiros diretos.

Com a turbulência nos mercados em 2001, engendra-se um período de escassez de recursos para a economia brasileira, que começou a se reverter apenas no final de 2006. Destacam-se os anos de 2004 e 2005, nos quais a conta capital e financeira registrou déficits de cerca de US\$ 7,5 e US\$ 9,5 bilhões, respectivamente. Adicionalmente, em fins de 2002, tem-se uma instabilidade interna decorrente do período eleitoral, que marcava a mudança de um regime político de direita para um regime esquerdista de discurso radical, gerando dúvidas quanto à condução da política econômica do futuro governo, no que ficou conhecido como efeito Lula.

Por outro lado, a partir de 1999, a balança comercial inicia um movimento de recuperação, voltando a fechar superavitária em 2001, após seis anos de saldos negativos.

Segundo Baer (2009), essa melhora gradual do comércio exterior pode ser atribuída a vários fatores: a desvalorização do real em 1999, que estimulou as exportações e diminuiu a demanda de importações; as ocasionais restrições às importações; e a lenta taxa de crescimento do PIB e dos investimentos durante a maior parte do período 1999-2005; além da elevada demanda mundial por produtos que o Brasil estava exportando.

Essa melhora gradual dos saldos comerciais foi determinante para a superação dos déficits em transações correntes em 2003, conta que se sustentou superavitária até 2007.

Todavia, e em síntese, no período que compreende o segundo governo FHC (1999-2002), em um cenário de maior liberdade aos fluxos financeiros internacionais e elevadas taxas de juros domésticas, a intensa e volátil movimentação de capitais, especialmente os de cunho especulativo, implicou um aumento da fragilidade externa da economia brasileira, estampada na dependência desses fluxos para garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos.

Essa dependência de financiamento externo, por sua vez, teve como contrapartida maiores necessidades futuras de financiamento, como evidencia a deterioração da balança de serviços e rendas, pressionada pelas remessas de juros, lucros e dividendos ao exterior. Entre 1999 e 2006, o déficit da balança de serviços e rendas passou de US\$ 25,8 para mais de US\$ 37 bilhões. Como mostra a tabela 1, o patamar médio das despesas com juros e outros serviços e rendas no período 1999-2006 foi de aproximadamente US\$ 10,8 bilhões, enquanto no período anterior, 1990-1998, este foi cerca 6,4.

Já no primeiro governo de Luiz Inácio “Lula” da Silva (2003-2006), apesar de uma melhora significativa nos saldos comerciais, relativamente ao período anterior, e a volta de saldos positivos em transações correntes, a elevação do estoque de capitais de curto prazo e de investimentos em carteira, somada à queda dos empréstimos de médio e longo prazo, e maiores despesas com amortizações desses empréstimos, também contribuíram para alavancar o índice de fragilidade externa da economia brasileira.

A obtenção de superávits em conta corrente nos primeiros anos do governo Lula, associada ao ingresso de fluxos expressivos de investimentos estrangeiros, especialmente a partir de 2006, gerou um significativo acúmulo de reservas e a consequente redução da dívida externa líquida do país, a qual se tornou negativa desde 2008, revelando que as reservas superavam a dívida externa bruta total.

Contudo, como argumenta Giambiagi (2011), o contínuo aumento do estoque de reservas internacionais depois de 2003, não por acaso, coincide com a persistente tendência de apreciação do Real, interrompida apenas no final de 2008, como consequência da crise financeira internacional. Entretanto, os riscos da apreciação cambial ficaram encobertos, em boa parte, e até 2006, pelo firme crescimento da economia mundial e pelo *boom* de preço das *commodities* brasileiras exportadas.

Todavia, apesar da melhora expressiva do preço das *commodities*, a combinação de apreciação cambial, maior crescimento do PIB e predomínio da absorção doméstica gerou uma tendência gradual à deterioração da posição externa do país. O saldo da balança comercial, que em 2006 era de aproximadamente US\$ 46,5 bilhões, passou para US\$ 19,4 bilhões em 2012. Nesse sentido, cabe chamar a atenção para a perda de participação das manufaturas na pauta de exportações do país: essa rubrica, que no período 1999-2003 manteve-se entre 45% e 50% de representatividade no valor das exportações totais, caiu para 29% em 2011, valor que se manteve no ano seguinte. Por outro lado, a parcela referente aos produtos primários, que em 2003 era de cerca de 20%, saltou para 41,3% em 2011, fechando 2012 com 39,4% de participação. Portanto, os superávits da balança comercial no período, embora decrescentes, devem-se especialmente aos elevados preços das *commodities* primárias no mercado internacional.

Em consonância com a deterioração da balança comercial, observa-se um forte declínio do saldo em conta corrente, que voltou a fechar deficitária em 2008, e não mais se reverteu. De 2008 a 2012, o déficit em conta corrente passou de US\$ 28,2 para US\$ 54,2 bilhões. Esse resultado também reflete a expressiva ampliação dos déficits na balança de serviços e rendas, que saltou de US\$ 57,2 bilhões em 2008 para mais de US\$ 76 bilhões em 2012.

Assim, o período 2007-2012 volta a evidenciar a vulnerabilidade externa da economia brasileira, expressa na dependência de financiamento externo face aos déficits na conta corrente. Com efeito, o gráfico 5 mostra o enorme volume de capitais que têm ingressado no país desde 2006, embora com a típica oscilação que lhes caracteriza, como observado em 2008 e 2012.

Com isso, no período 2007-2013-II, tendo em vista a elevação, em média, do estoque de capitais de curto prazo e dos investimentos em carteira, bem como resultados comerciais menos robustos, seria razoável de se esperar um índice de fragilidade externa mais elevado do que o de fato observado. Ao mesmo tempo, conforme salientado no início desta seção, as reservas

internacionais e os investimentos diretos cresceram em ritmo bastante acelerado, como evidenciam os gráficos 3 e 5, respectivamente.

As reservas internacionais, que em janeiro de 2007 somavam aproximadamente US\$ 91 bilhões, ao final do ano chegaram a US\$ 180 bilhões. Após uma breve interrupção do ritmo acelerado de crescimento, entre forte turbulência nos mercados no biênio 2008-2009, estas retomaram sua trajetória exponencial, fechando 2012 em US\$ 378,6 bilhões.

O saldo dos investimentos diretos, por sua vez, após um resultado negativo em torno de US\$ 9 bilhões em 2006, fechou o ano seguinte com um superávit de US\$ 27,5 bilhões, e de US\$ 68 bilhões em 2012.

O desempenho dessas rubricas, portanto, seguiu a elevação do IFE no período de 2007 a 2012. No entanto, como será abordado no capítulo quatro desse trabalho, apesar do majestoso acúmulo de reservas nos últimos anos, isso não tem se refletido em redução do passivo externo líquido do país, que, ao contrário, cresce a passos largos.

2.4.2 Fragilidade financeira externa: um indicador alternativo

Tendo em vista as limitações do indicador de fragilidade IFE, para garantir maior robustez à análise acima, esta seção busca avaliar a fragilidade financeira externa do Brasil por meio de um indicador alternativo, algumas vezes também utilizado na literatura sobre o tema. A construção deste indicador de fragilidade financeira externa (doravante IFFE), utilizado por Martins (2007)²³, também se baseia no arcabouço teórico de Minsky, e na metodologia empregada por Paula e Alves Jr (1999).

O IFFE compara as disponibilidades correntes de recursos em moeda estrangeira (DICME) com a demanda corrente por esses mesmos fundos (DECME). A DICME é composta pela entrada de divisas oriundas de investimentos diretos e em carteira, as receitas de exportação, as receitas com juros e outros serviços, além dos recursos referentes a empréstimos de médio e longo prazo. A DECME, por outro lado, é constituída pelos gastos com importações, as despesas com juros e outros serviços, as amortizações de empréstimos e as saídas de divisas referentes aos capitais estrangeiros. Algebricamente, o IFFE é expresso por:

²³ Outra aplicação deste indicador pode ser encontrada em Lacerda e Oliveira (2009).

$$\text{IFFE} = \frac{\sum \text{DEMCE}}{\sum \text{DICME}}$$

Em que:

DECME = Demanda corrente por recursos em moeda estrangeira;

DICME = Disponibilidades correntes de recursos em moeda estrangeira.

A diferença básica entre o IFFE e o IFE da seção anterior é que o primeiro, além de não incluir as reservas internacionais, trata exclusivamente dos fluxos de divisas registrados no balanço de pagamentos de um país em um determinado momento, não incorporando no cálculo do índice, portanto, valores de estoque. Os componentes do IFFE são sintetizados no quadro 2.

Quadro 2 - Componentes do IFFE: contas do balanço de pagamentos

Disponibilidades correntes de moeda estrangeira (DICME)	Demanda corrente por moeda estrangeira (DECME)
Exportações de bens	Importações de bens
Receitas com serviços	Despesas com serviços
Receitas com rendas	Despesas com rendas
Receitas com transferências unilaterais correntes	Despesas com transferências unilaterais correntes
Receitas com transferências unilaterais de capital	Despesas com transferências unilaterais de capital
Crédito com investimento estrangeiro em carteira	Débito com investimento estrangeiro em carteira
Crédito com investimento estrangeiro direto	Débito com investimento estrangeiro direto
Derivativos - ativos líquidos	Derivativos - passivos líquidos
Crédito comercial – fornecedores LP (ingresso)	Crédito comercial – fornecedores LP (amortização)
FMI (ingresso)	FMI (amortização)
Outras operações de regularização (ingresso)	Outras operações de regularização (amortização)
Outros empréstimos LP (ingresso)	Outros empréstimos LP (amortização)
Empréstimos e financiamentos – demais setores LP (ingresso)	Empréstimos e financiamentos – demais setores LP (amortização)
	Outros passivos LP e CP

Fonte: Martins (2007) e Lacerda e Oliveira (2009).

O gráfico 6 ilustra o comportamento do IFFE no período 1990-I a 2013-II. Como se pode notar, embora os valores do IFFE sejam ligeiramente diferentes dos valores assumidos pelo IFE (gráfico 1), não há variações significativas em termos de nível e os dois indicadores seguem uma mesma tendência ao longo do período analisado, com apenas uma ou outra dispersão em

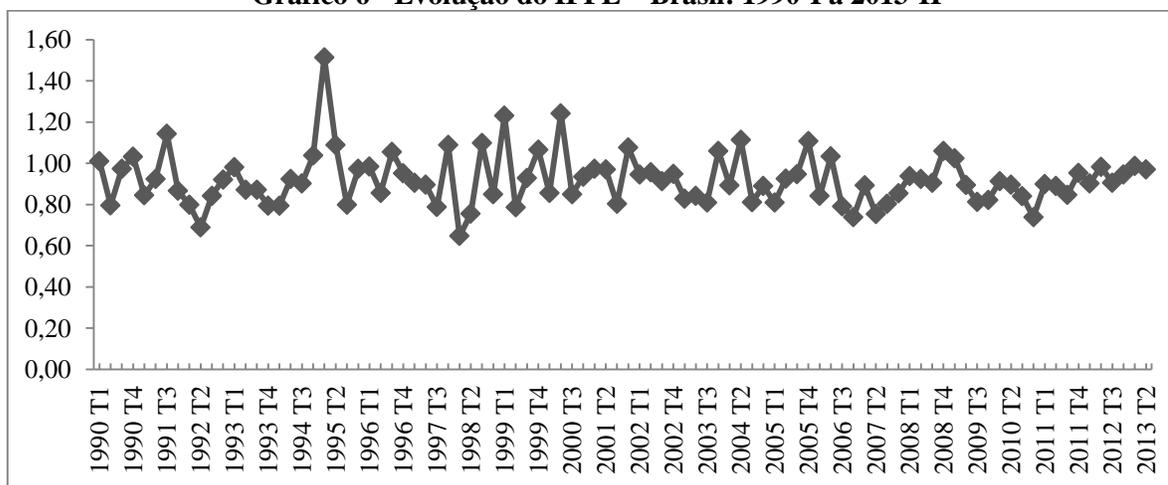
trimestres pontuais. Assim, ambos os indicadores são capazes de sugerir, por meio de inferência (como sempre precária), a evolução da fragilidade externa da economia.

Dado que o IFFE considera apenas as obrigações e receitas correntes em determinado trimestre, conforme o arcabouço teórico de Minsky, valores do IFFE maiores que 1 indicariam que naquele momento a estrutura financeira do país poderia ser classificada como especulativa ou Ponzi, ou passo que quando inferior à unidade, a economia poderia ser classificada como *hedge*, uma vez que os recursos obtidos no período cobrem totalmente a demanda corrente por divisas.

Nesse sentido, valores do índice superiores à unidade significam perda de reservas e/ou refinanciamento externo, bem como maior necessidade de financiamento no período seguinte, para equilibrar o balanço de pagamentos. Por outro lado, valores inferiores à 1 se refletem em aumento das reservas e, logo, da margem de segurança da economia para o período subsequente.

Em termos anuais, a tabela 3 indica que, na média, a economia brasileira teria se enquadrado em uma postura especulativa ou Ponzi apenas nos anos de 1995 e 1999. De qualquer modo, os valores anuais médios do IFFE sugerem também que em praticamente todo o período abordado, a estrutura financeira do país situou-se no limiar de uma estrutura tipo *hedge* para uma estrutura especulativa ou Ponzi, em outras palavras, financeiramente vulnerável a alterações na conjuntura econômica internacional.

Gráfico 6 - Evolução do IFFE – Brasil: 1990-I a 2013-II



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Ipeadata (2013).

Cabe ressaltar também, que, por diversas vezes, como em 1992, 1998, 1999, 2001, 2002 e 2003, por não conseguir obter financiamento suficiente e em condições acessíveis para efetuar

seus pagamentos internacionais líquidos e, simultaneamente, manter um volume adequado de reservas, o país recorreu a empréstimos junto ao FMI, registrados na rubrica “outros investimentos”. Assim, embora camuflada pela metodologia do índice, a postura financeira da economia brasileira nesse período foi tipicamente especulativa ou Ponzi.

Tabela 3 - IFFE anual médio no Brasil entre 1990-2013

Ano	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
IFFE médio	0,95	0,94	0,81	0,88	0,91	1,09	0,96	0,92	0,84	1,00	0,97	0,96
Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
IFFE médio	0,94	0,88	0,93	0,95	0,85	0,83	0,96	0,89	0,85	0,90	0,93	0,98

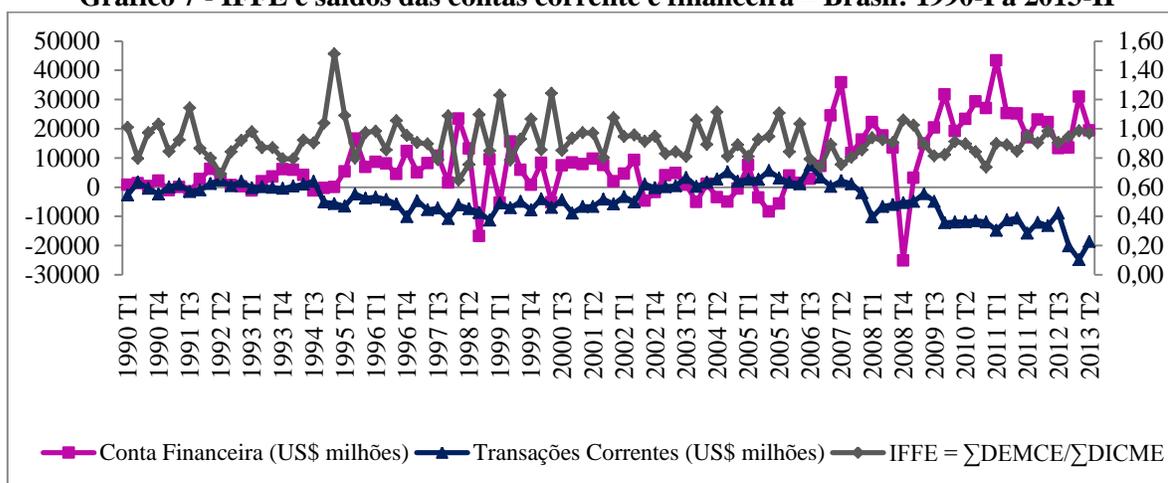
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013). *Trimestres I e II.

Nota-se, pelo gráfico 6, que os momentos em que o IFFE foi superior à 1 são exatamente os períodos de maior instabilidade no cenário econômico internacional, já apresentados na seção anterior. Vale observar que, relativamente ao IFE, o IFFE parece representar de maneira mais contundente a fragilidade externa nesses períodos de turbulência, uma vez que reflete mais precisamente os desequilíbrios do balanço de pagamentos. Nessa perspectiva, destaca-se o período entre 1995-2001, marcado por diversas crises financeiras e cambiais ao redor do mundo, e o ano da mais recente crise financeira internacional, 2008, que repercute até os dias atuais.

Como ilustra o gráfico 7, estes foram os momentos em que se observaram bruscas saídas de capitais da economia brasileira, em grande medida capitais especulativos de curto prazo, engendrando uma enorme dificuldade em se equilibrar as contas externas, e evidenciando uma elevada vulnerabilidade aos choques adversos no mercado financeiro internacional. No gráfico 8, que relaciona o nível de reservas internacionais ao IFFE, nota-se que, nos períodos de crises financeiras internacionais, as fugas de capitais logo se traduziram em queima de reservas, o que reitera o caráter de fragilidade financeira externa da economia brasileira.

Após a crise de 2008, os vultosos fluxos de capitais para a economia brasileira contribuíram para gerar um fluxo de receitas cambiais suficientes para cumprir os compromissos externos, sustentando o IFFE próximo de 1, isto é, mantendo o balanço de pagamentos em equilíbrio (gráfico 7). No entanto, os crescentes déficits em transações correntes vêm acentuando a dependência de recursos externos, de modo que uma forte alteração de humor do mercado financeiro internacional ou qualquer outro choque externo adverso pode se refletir em graves desequilíbrios do balanço de pagamentos.

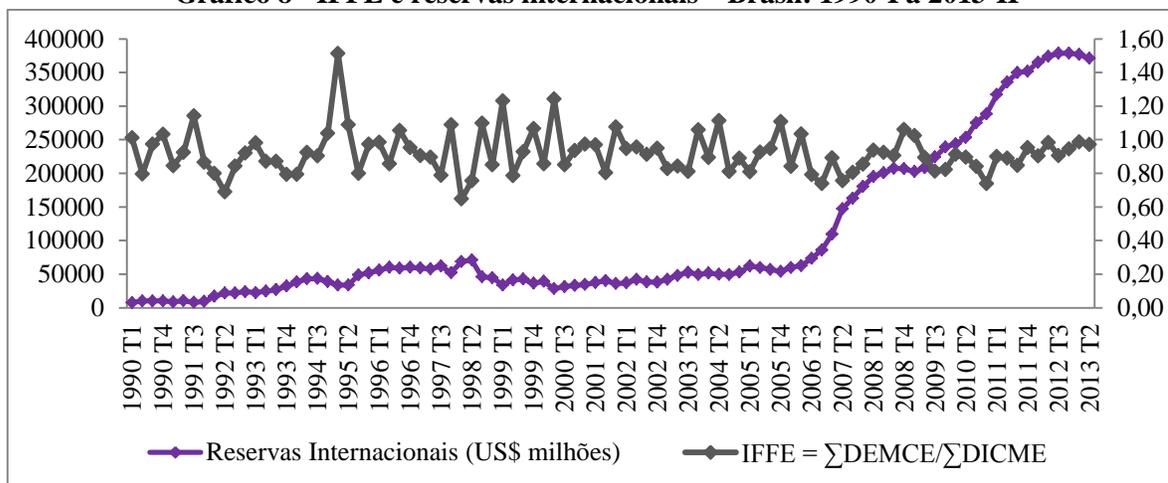
Gráfico 7 - IFFE e saldos das contas corrente e financeira – Brasil: 1990-I a 2013-II



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Entre o 1º trimestre de 2011 e o 2º trimestre de 2013, por exemplo, nota-se uma ligeira elevação do IFFE, refletindo a deterioração da conta corrente, combinada a um fluxo mais modesto de capitais. A tabela 3 reforça a elevação mencionada a partir de 2011.

Gráfico 8 - IFFE e reservas internacionais – Brasil: 1990-I a 2013-II



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Ipeadata (2013).

Assim, o comportamento do IFFE nos desdobramentos da última crise internacional traz à baila uma questão bastante cara à economia brasileira, isto é, a própria dinâmica da globalização financeira e o desaquecimento das principais economias do globo fazem emergir, sim, inegáveis desafios e dificuldades para a sustentação de uma trajetória de crescimento de longo prazo.

Em suma, o padrão de financiamento das transações correntes, adotado com a abertura financeira, tornou a economia brasileira altamente vulnerável às condições de financiamento internacional. Os influxos de capitais compensatórios, em boa parte de curto prazo e de alta volatilidade, guiados por uma lógica especulativa, instituíram um quadro de constante dependência da estabilidade do cenário econômico internacional para o ajustamento das contas externas. Essa configuração implica, dentre outros efeitos, em restrição externa ao crescimento econômico e elevada vulnerabilidade aos caprichos do mercado financeiro internacional.

2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo desse ensaio, procurou-se elucidar o conceito de fragilidade financeira externa. Para tal, realizou-se uma revisão da literatura sobre o tema, tomando como ponto de partida a HIF de Hyman Minsky, tão útil para análise de crises financeiras na economia mundial contemporânea. A partir desta, foram apresentadas contribuições formais e teóricas para uma economia aberta, fazendo uso de diversos trabalhos de inspiração minskyana como Foley (2003), Tonveronachi (2006), Kregel (1998), Dymski (1998, 1999), Arestis e Glickman (1999), entre outros. Nessa revisão bibliográfica foram, inclusive, apresentadas recomendações de política econômica com vistas a reduzir ou reverter o problema da fragilidade financeira externa em economias em desenvolvimento.

O que se pode apreender desses trabalhos, em linhas gerais, é que, no contexto de uma economia aberta, o processo de deterioração das contas externas, a volatilidade cambial e o aumento da fragilidade e do passivo externo constituem-se nos elementos chave para o entendimento das crises financeiras. Destaca-se que, sob o arcabouço minskyano, o processo de fragilização é endógeno, uma vez que os países, nos períodos de boom econômico, ao permitirem o descasamento entre ativos e passivos na moeda estrangeira, assumem um risco crescente, passando de posições hedge para especulativas e, por fim, para posições Ponzi. Nesse cenário, uma queda no crescimento, uma redução contínua ou repentina da liquidez internacional, a escassez de crédito externo, o aumento das taxas de juros internacionais, enfim, a ocorrência de qualquer choque externo pode ser suficiente para deflagrar uma crise financeira e cambial.

Por fim, contrariando a posição do *mainstream* econômico, a qual preconiza que a liberalização financeira e o livre mercado operam no sentido de promover a estabilidade do

sistema financeiro e o crescimento econômico, Dymski (1998, 1999), Akyüz (1998), Kregel (1998), Arestis e Glickman (1999), e Schroeder (2002), ao constatarem que as crises financeiras recentes ocorreram justamente em decorrência de níveis inadequados de regulação, ressaltam que o sistema financeiro deve ser constantemente monitorado, e alguma forma de “repressão financeira” como, por exemplo, controle de capitais, pode ser necessária, especialmente no caso dos países em desenvolvimento.

Na segunda parte do ensaio analisou-se a fragilidade financeira externa da economia brasileira a partir dos indicadores IFE e IFFE, sendo o primeiro desenvolvido por Paula e Alves Junior (1999), e o segundo uma adaptação deste. Embora se reconheça que há limitações e imperfeições nesses indicadores, estes refletem com bom alcance a tendência de evolução da fragilidade financeira externa, elevando-se em períodos de instabilidade e recuando em períodos relativamente mais estáveis, conforme o balanço da macroeconomia internacional.

Ademais, a evolução dos indicadores evidenciou que a crescente tendência em direção à liberalização financeira e conversibilidade da conta de capitais representou papel relevante na determinação da fragilidade externa do país no período abordado. Os indicadores refletiram bem a volatilidade e irregularidade dos fluxos estrangeiros de capitais, mesmo nos períodos de abundante liquidez internacional, demonstrando o caráter financeiramente instável das economias globalizadas. Ainda, ambos os indicadores ressaltaram a importância dos investimentos estrangeiros diretos e financiamentos de longo prazo para o arrefecimento da fragilidade financeira externa, e, principalmente, a necessidade de um volume elevado de reservas internacionais como política de ampliação das margens de segurança.

Por fim, ressalta-se que, apesar da melhora relativa dos indicadores de fragilidade externa nos últimos anos, não é razoável supor que a economia brasileira esteja imune a choques externos adversos. Como sublinhado por Minsky, a estabilidade é desestabilizadora, isto é, ao longo de períodos de prosperidade prolongada, a economia transita das relações financeiras que contribuem para um sistema estável para relações financeiras que contribuem para um sistema instável. Nesse sentido, o potencial de fragilidade financeira da economia brasileira manifesta-se no padrão de financiamento das transações correntes, suscetível que é às condições do mercado financeiro internacional. A vulnerabilidade externa brasileira está, assim, condicionada a fatores fortemente especulativos e sensíveis a qualquer alteração no cenário macroeconômico internacional. Com efeito, diante de um quadro de déficits recorrentes em conta corrente, quanto

maior o volume de financiamento via investimentos especulativos, maior é o potencial de evasão de capitais em momentos de reversão de expectativas por parte dos agentes econômicos, o que se reflete na fragilidade e vulnerabilidade externas do país.

REFERÊNCIAS

- AKYÜZ, Y. **The east asian financial crisis: back to the future?** Genevra: UNCTAD. ICEI, 1998. (Working Papers, 10). Disponível em: <http://www.tni.org>. Acesso em: 05 fev. 2013.
- ALMEIDA, P. F. C. **Fragilidade financeira externa e crescimento econômico.** Porto Alegre: FEE, 2008. (Texto para discussão FEE, 34).
- ALVES JUNIOR, A. J.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. R. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana. **Revista Economia Contemporânea**, v. 4, n. 1, p. 79-106, 2000.
- AMADO, A. M; CARUSO, P. R. S. Liberalização, vulnerabilidade financeira e instabilidade: algumas considerações sobre a economia brasileira. **Revista Economia e Sociedade**, v. 20, n. 3 (43), p. 475-499. Campinas, dez/2011.
- ARAÚJO, E. C.; ARAUJO, M. S.; BRUNO, M. Vulnerabilidade externa e fragilidade financeira nos BRICS: indicadores não convencionais para uma análise comparativa. In: **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade.** MODENESI, A. M. *et al* (org). Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- ARESTIS, P.; GLICKMAN, M. **Financial crisis in southeast Asia: dispelling illusion the minskyan way.** UEL, Department of Economics, Working Paper No.22, December 1999
- ARIDA, P.; RESENDE, A.L. Inflação inercial e reforma monetária. In: ARIDA, P. (Org.). **Brasil, Argentina e Israel: inflação zero.** Rio de Janeiro: Terra e Paz, 1984.
- BCB. Banco Central do Brasil. Endereço Eletrônico: <http://www.bcb.gov.br/>. Acesso: Jan/2013.
- BAER, W. **A economia brasileira.** São Paulo: Nobel, 2009.
- BARROS, D. C. **Fragilidade financeira externa no Brasil: evolução recente e impactos sobre a taxa de juros.** Dissertação (Mestrado). Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Universidade Federal de Minas Gerais, 2008.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Hiperinflação e estabilização no Brasil: o primeiro governo Collor. **Revista de Economia Política**, v. 11, n.4 (44), out/dez, 1991.
- CARCANHOLO, M. Inserção externa e vulnerabilidade da economia brasileira no governo Lula. In: CORECON-RJ. **Os Anos Lula.** Contribuições para um Balanço Crítico 2003-2010. Rio de Janeiro: Editora Garamond, p. 109-132, 2010.
- CONCEIÇÃO, D. N. Nota técnica introdutória ao artigo “A Hipótese de Instabilidade Financeira”, de Hyman P. Minsky. **Revista OIKOS**, v. 8, n. 2, p. 303-320. Rio de Janeiro, 2009.
- DOW, S. C. **Money and the economic process.** Aldershot, Edward Elgar, 1993.

- DYMSKI, G. A. **Asset Bubbles and Minsky Crises in East Asia: A Spatialized Minsky Approach**. University of California, Riverside, Department of Economics, Research Paper, April 1999.
- DYMSKI, G. A. “Economia de bolha” e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.11, p.73-136, dez. 1998.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **Journal of finance**: 383-417, 1970.
- FAMA, E. F. The behavior of stock-market prices. **Journal of business** 38(1):34, 1965a.
- FAMA, E. F. Random walks in stock market prices. **Financial Analysts Journal** 21(5):55-59, 1965b.
- FARO, C. de (org.), **O Plano Collor: avaliações e perspectivas**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1990.
- FISCHER, I. The debt-deflation theory of the great depressions. **Econometrica**, 1, 1933.
- FOLEY, D.K. Financial fragility in developing economies. In: DUTT, A.K.; ROS, J. (Orgs.). **Development economics and structuralist macroeconomics**. Aldershot: Edward Elgar, 2003. p.157-168.
- FRANCO, G. H. B. **O Plano Real e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.
- GIAMBIAGI, F. et al (org.) **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- HERMANN, J. O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: “restatement” ou autocrítica? **Nova Economia**, Belo Horizonte, v.13 (2)_137-172, julho-dezembro de 2003. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/>. Acesso em: 06 nov. 2012.
- HORTA, M. H.; PIANI, G.; KUME, H. A Política Cambial e Comercial. In: **Perspectivas da Economia Brasileira**. Rio de Janeiro: Ipea, 1992.
- IPEADATA. Base de dados econômicos e financeiros mantida pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/>. Acesso: Jan/2013.
- KEEN, S. Finance and economic breakdown: modeling Minsky’s financial instability hypothesis. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 17, n. 4, p. 607-635, 1995.
- KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego do juro e da moeda; Inflação e deflação**. 2.ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- KREGEL, J. **Yes, “it” did happen again: a minsky crisis happened in Asia**. New York: Jerome Levy Economics Institute, 1998.19 p. (Working papers, 234).

KREGEL, J. Can we create a stable international financial environment that ensures net resources transfers to developing countries? **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 26, n. 4, p. 573 - 90, 2004.

LACERDA, A. C. et al. **Economia brasileira**. São Paulo: Saraiva, 2010.

LACERDA, A. C; OLIVEIRA, A. Financiamento externo e instabilidade: uma abordagem pós-keynesiana sobre a economia brasileira do período 1999-2008. **Anais do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. Porto Alegre, Set/2009.

LEVY, S. J.; DAVID, A. **Profits And The Future of American Society**. New York, Harper and Row. 1983.

LOURENÇO, A. L. C. O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n.3 (28), p.445-474, dez. 2006.

MARTINS, R. **Fragilidade financeira externa**: uma avaliação da economia brasileira no pós-real. Florianópolis, UFSC, 2007.

MINSKY, H. P. **Can “it” happen again?** Essays on instability and finance. Armonk, New York, M. E. Sharpe, 1982a.

MINSKY, H. P. **Inflation, Recession and Economic Policy**. M. E. Sharpe, New York, 1982b.

MINSKY, H. P. Integração financeira e política monetária. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 3, dez. 1994

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University, 1986.

MINSKY, H. P. **The financial instability hypothesis**. New York: The Jerome Levy Economics Institute, 1992. (Working paper; n. 74).

MUNHOZ, V. **Vulnerabilidade Externa No Brasil**: Ensaios Sobre Fluxos Internacionais De Capitais, Instabilidade Financeira E Controles De Capitais. UFMG/CEDEPLAR. Tese (Doutorado). Belo Horizonte, 2010.

OLIVEIRA, G. **Brasil real**: desafios da pós-estabilização na virada do milênio. São Paulo: Mandarim, 1996.

OREIRO, J. L. Economia Pós-Keynesiana: Origem, Programa de Pesquisa, Questões Resolvidas e Desenvolvimentos Futuros. **Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia**, Salvador, 2008.

PAULA, L. F.; ALVES JUNIOR, A. J. External Financial Fragility and the 1998-1999 Brazilian Currency Crisis. **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 22, N. 4. 2000.

PAULA, L. F.; ALVES JUNIOR, A. J. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no real. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 19, n.1, p.72-93, Jan./Mar. 1999.

SCHROEDER, S.K. **A Minskian analysis of financial crisis in developing countries**. New York: Center for Economic Policy Analysis (CEPA), 2002. 45 p. (Working paper; 2002-09)

SCHUMPETER, J. A. **Theory of Economic Development**. Cambridge, Mass. Harvard University Press, 1934

TAYLOR, L.; O'CONNELL, S.A. A Minsky crisis. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 100, suppl., p. 871-885, 1985.

TONVERONACHI, M. Foreign debt and financial fragility in the perspective of the emerging countries. **Quarterly Review (Banca Nazionale del Lavoro)**, Rome, v. 58, n. 236, p. 23- 48, Mar. 2006.

ZINI JUNIOR, A. A. Monetary reform, state intervention, and the Collor plan. In: ZINI JUNIOR, A. A. (Org.). **The market and the state in economic development in the 1990s**. Amsterdam: North-Holland, 1992.

APÊNDICE A – DADOS UTILIZADOS NO ENSAIO 1

Tabela I - Dados utilizados na construção do Índice IFE e seus valores assumidos (1990-I a 2013-II) (US\$ milhões)

	X	M	Dj	Rj	Dos	Ros	A	CCP-1	PLA-1	RE-1	Id	Eml	IFE
1990 T1	6.486	4.576	3.158	226	2.862	1.024	2.659	2.656	-57	9.679	27	228	0,90
1990 T2	8.300	4.266	1.417	252	2.193	919	1.164	2.092	-22	7.385	291	228	0,64
1990 T3	8.736	5.474	2.929	324	2.193	864	2.207	1.847	70	10.173	304	228	0,71
1990 T4	7.892	6.345	3.363	319	2.165	982	2.746	4.736	104	10.171	367	228	0,97
1991 T1	7.812	4.330	2.683	194	2.085	824	1.973	2.096	186	9.973	428	569	0,67
1991 T2	8.746	5.034	2.174	222	2.029	862	1.993	1.047	309	8.663	243	753	0,65
1991 T3	7.435	5.614	2.689	230	2.006	785	2.561	2.568	506	10.401	144	1.001	0,80
1991 T4	7.627	6.062	1.948	228	2.130	855	1.194	393	682	7.956	288	1.674	0,67
1992 T1	7.844	4.631	2.392	219	1.809	1.138	2.601	-4.406	1.437	9.406	885	1.808	0,40
1992 T2	8.551	4.725	1.308	247	1.956	1.005	1.372	-483	2.052	17.063	336	2.886	0,36
1992 T3	9.482	5.222	3.114	253	2.329	1.032	2.665	-466	2.209	21.703	350	1.431	0,44
1992 T4	9.916	5.976	1.466	306	2.159	994	1.764	-8.274	2.386	21.964	490	8.850	0,13
1993 T1	9.211	5.231	3.280	280	2.465	989	2.208	101	3.006	23.754	361	1.500	0,45
1993 T2	9.151	6.007	1.805	257	2.764	910	2.190	1.141	3.794	22.309	275	2.789	0,50
1993 T3	10.371	7.329	1.816	250	3.060	1.045	2.502	534	5.228	24.476	272	2.948	0,52
1993 T4	9.822	6.690	2.427	263	3.222	1.269	2.811	3.931	9.037	26.948	383	3.719	0,66
1994 T1	8.876	6.048	1.774	311	2.849	1.218	2.735	6.364	11.862	32.211	543	2.128	0,70
1994 T2	11.225	7.276	2.226	432	2.864	1.125	38.008	-69	14.732	38.282	609	2.396	1,20
1994 T3	12.182	7.931	1.328	477	3.361	1.265	2.513	-1.322	15.070	42.881	414	2.639	0,48
1994 T4	11.262	11.824	2.811	581	4.132	1.243	2.902	3.188	16.316	43.455	583	4.304	0,67
1995 T1	9.731	12.018	1.773	682	4.359	1.299	2.489	5.226	13.724	38.806	538	918	0,76
1995 T2	11.719	13.657	3.613	553	4.109	1.444	3.040	4.298	14.938	33.742	1.012	4.317	0,83
1995 T3	12.729	12.152	1.687	533	4.076	1.397	2.109	6.396	18.751	33.512	1.458	5.264	0,82
1995 T4	12.328	12.145	3.355	713	3.868	1.677	2.771	5.373	19.558	48.713	1.397	4.238	0,68

Continuação – Tabela I.

1996 T1	10.286	10.751	2.355	802	3.689	1.493	4.009	4.094	21.488	51.840	1.625	3.946	0,66
1996 T2	12.617	12.491	3.472	743	4.082	1.834	2.678	4.226	22.490	55.753	3.731	6.301	0,61
1996 T3	12.955	14.217	2.522	965	5.033	1.533	2.927	1.666	23.773	59.997	1.472	3.527	0,62
1996 T4	11.889	15.887	4.039	1.101	5.431	1.802	4.140	3.327	25.703	58.775	3.964	9.028	0,68
1997 T1	10.657	11.489	1.973	1.048	5.020	1.623	2.812	-2.242	28.733	60.110	3.019	3.279	0,60
1997 T2	14.132	15.464	4.153	933	5.900	2.226	7.618	-5.737	32.317	58.980	4.769	8.474	0,67
1997 T3	14.902	16.588	2.631	1.117	6.420	2.004	4.102	-6.483	34.363	57.615	4.837	8.927	0,64
1997 T4	13.303	16.206	4.743	920	6.717	2.163	10.701	-6.689	32.573	61.931	6.368	8.190	0,69
1998 T1	11.907	13.745	2.406	978	5.414	2.212	3.690	319	36.373	52.173	3.959	14.804	0,72
1998 T2	14.075	14.064	4.599	1.008	6.182	2.088	5.741	-9.013	37.282	68.594	6.295	9.919	0,58
1998 T3	13.494	15.269	3.140	1.105	7.365	2.152	9.634	-10.391	34.502	70.898	9.990	7.373	0,57
1998 T4	11.664	14.636	5.176	793	6.513	2.160	10.726	-8.379	33.568	45.811	8.612	9.374	0,79
1999 T1	10.045	10.861	3.353	531	4.292	1.964	16.762	-1.369	33.818	44.556	7.622	2.707	1,00
1999 T2	12.406	12.206	5.305	519	4.820	1.878	9.897	-3.897	35.589	33.848	5.668	10.424	0,99
1999 T3	12.581	12.731	2.855	449	4.969	2.196	8.859	-618	35.676	41.346	8.980	4.083	0,93
1999 T4	12.979	13.412	5.586	726	5.773	2.866	9.917	394	36.139	42.562	6.308	10.865	0,93
2000 T1	12.048	12.067	3.050	621	4.525	2.638	6.510	-2.399	36.386	36.342	6.965	7.714	0,91
2000 T2	14.105	13.300	5.670	620	5.399	2.265	6.816	-67	37.722	39.200	6.440	3.565	1,04
2000 T3	15.246	15.356	3.079	619	5.335	3.178	11.845	-1.325	39.174	28.265	9.226	12.883	1,06
2000 T4	13.687	15.061	5.299	585	5.810	2.592	6.807	1.560	39.215	31.431	10.148	7.038	1,13
2001 T1	13.788	14.467	4.053	718	5.639	2.596	8.478	1.165	40.104	33.011	4.738	-12.648	1,75
2001 T2	15.139	14.527	4.993	864	5.978	2.433	10.630	1.528	41.107	34.407	5.163	3.952	1,27
2001 T3	15.447	14.115	3.656	630	4.947	2.143	6.031	-1.973	41.664	37.318	5.381	8.656	0,98
2001 T4	13.849	12.463	4.920	531	5.917	2.687	10.013	-409	41.696	40.054	7.176	-7.184	1,31
2002 T1	11.891	10.863	3.407	565	4.714	2.916	6.203	-841	42.943	35.866	4.719	-912	1,22
2002 T2	13.161	11.603	4.090	413	5.847	2.263	8.548	3.643	43.698	36.721	4.922	7.445	1,19
2002 T3	18.466	13.200	3.448	649	4.755	2.586	7.524	-4.397	42.930	41.999	3.048	-869	1,02
2002 T4	16.844	11.575	4.331	519	5.403	2.938	8.750	-3.101	43.677	38.381	3.901	-624	1,14
2003 T1	15.045	11.240	3.305	678	4.488	2.858	4.771	1.403	43.817	37.823	1.977	4.360	1,10
2003 T2	17.957	11.364	4.229	536	5.566	2.489	6.908	-1.887	44.315	42.335	1.523	5.937	1,00

Continuação – Tabela I.

2003 T3	19.788	12.396	3.287	669	5.060	2.722	7.670	-3.473	45.101	47.956	2.966	3.210	0,91
2003 T4	20.294	13.290	4.505	424	6.828	3.410	7.707	3.147	46.649	52.675	3.677	-6.088	1,10
2004 T1	19.448	13.324	3.522	486	5.581	3.392	5.410	-323	47.473	49.296	2.734	-1.436	1,01
2004 T2	23.858	14.996	4.213	387	6.432	3.291	11.375	1.426	47.463	51.612	1.309	-7.564	1,18
2004 T3	26.972	16.906	3.397	537	5.745	3.059	7.716	-1.045	47.331	49.805	8.321	-2.170	0,93
2004 T4	26.197	17.609	4.158	515	7.933	4.116	8.564	-777	48.729	49.496	5.782	-935	1,01
2005 T1	24.451	16.151	3.491	479	7.689	4.219	4.083	2.480	51.292	52.935	3.443	-1.168	1,01
2005 T2	29.226	17.877	4.148	616	9.877	3.808	7.946	-3.392	51.239	61.960	5.071	-6.908	0,94
2005 T3	33.042	20.068	4.182	557	8.669	4.075	12.953	1.656	53.436	59.885	3.151	-7.849	1,09
2005 T4	31.589	19.509	3.892	565	11.569	4.924	7.713	3.368	55.180	57.008	3.402	-16.032	1,24
2006 T1	29.458	20.130	4.282	903	10.475	5.207	10.896	4.182	57.823	53.799	3.986	-1.837	1,18
2006 T2	31.599	21.394	4.167	1.717	12.642	4.942	15.381	3.460	59.320	59.824	3.395	-8.586	1,25
2006 T3	39.900	25.218	4.007	1.207	10.595	5.040	5.278	2.322	59.926	62.670	4.594	1.220	0,94
2006 T4	36.851	24.609	3.947	1.288	12.943	5.633	12.436	8.963	62.895	73.393	6.847	10.795	0,93
2007 T1	34.002	25.275	4.369	1.497	12.883	6.307	13.205	20.103	65.505	85.839	6.566	-4.757	1,09
2007 T2	39.212	27.355	3.891	2.248	15.030	6.014	9.982	25.439	70.478	109.531	14.287	-2.056	0,90
2007 T3	43.385	33.025	4.468	2.713	14.661	6.166	6.197	-5.661	77.622	147.101	7.129	7.110	0,61
2007 T4	44.050	34.962	4.407	3.374	18.248	7.127	8.673	-1.621	89.112	162.962	6.603	1.755	0,68
2008 T1	38.690	35.929	4.799	2.658	19.380	7.513	4.842	4.844	87.045	180.334	8.799	8.328	0,64
2008 T2	51.955	43.414	3.816	2.775	22.570	7.560	5.629	4.224	93.940	195.232	7.910	1.614	0,65
2008 T3	60.215	51.860	4.382	2.254	21.781	8.555	4.624	1.674	90.280	200.827	14.145	-386	0,61
2008 T4	47.082	41.904	4.474	2.553	19.012	9.094	7.269	-17.680	81.547	207.494	14.203	-1.978	0,49
2009 T1	31.178	28.189	4.449	1.878	13.538	7.322	4.953	-1.142	81.514	206.806	5.342	-1.571	0,52
2009 T2	38.774	27.854	3.425	1.886	18.758	6.335	7.358	11.900	84.577	202.460	7.323	2.721	0,59
2009 T3	41.846	34.572	4.175	1.391	17.801	7.503	7.193	6.937	98.814	208.425	5.007	4.328	0,63
2009 T4	41.197	37.090	3.950	1.773	23.387	8.466	10.618	-10.434	118.618	224.213	8.276	-154	0,65
2010 T1	39.230	38.349	4.480	1.295	18.419	8.038	8.867	5.855	123.888	239.054	5.512	8.688	0,66
2010 T2	49.958	42.958	3.083	1.238	25.169	7.317	7.093	11.731	128.351	243.953	6.584	6.817	0,69
2010 T3	55.742	50.937	4.114	1.547	22.335	7.892	8.483	12.670	137.750	253.114	10.481	6.695	0,70
2010 T4	56.986	49.524	3.886	1.873	27.840	9.805	9.397	-4.524	156.288	275.206	25.929	10.077	0,64

Continuação – Tabela I.

2011 T1	51.233	48.091	4.959	2.126	25.619	9.637	9.804	8.058	157.036	288.575	17.535	18.976	0,65
2011 T2	67.071	57.260	3.875	2.626	30.055	9.548	11.239	5.807	160.153	317.146	14.967	18.490	0,62
2011 T3	71.695	61.587	4.492	1.846	29.183	10.376	8.415	-717	162.244	335.775	17.884	15.325	0,59
2011 T4	66.041	59.309	4.677	1.685	31.354	11.118	8.243	-2.288	163.463	349.708	16.275	5.768	0,59
2012 T1	55.080	52.659	4.098	1.651	24.097	11.370	7.602	-1.380	168.656	352.012	14.949	8.946	0,58
2012 T2	62.134	57.491	3.431	1.408	29.512	12.955	9.395	11.733	166.359	365.216	14.781	-976	0,61
2012 T3	63.383	54.742	4.496	1.420	25.147	10.014	7.638	690	166.360	373.910	17.868	6.806	0,55
2012 T4	61.984	58.272	5.624	1.324	30.838	10.609	15.039	-464	169.062	378.726	17.675	7.485	0,58
2013 T1	50.837	55.992	4.400	1.254	27.602	10.194	7.303	9.283	176.156	378.613	13.256	4.881	0,61
2013 T2	63.588	61.523	4.132	1.353	29.000	10.453	15.694	2.755	175.340	376.934	16.771	-3.518	0,62

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Ipeadata (2013).

*Para a série Eml o valor anual de 1990 foi dividido em quatro devido a indisponibilidade de dados trimestrais.

Tabela II – Contas do Balanço de Pagamentos (US\$ milhões) – Brasil – 1990-2012

Contas do BP	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Transações Correntes	-3.784	-1.407	6.109	-676	-1.811	-18.384	-23.502	-30.452	-33.416	-25.335	-24.225	-23.215
Balança comercial (fob)	10.752	10.580	15.239	13.299	10.466	-3.466	-5.599	-6.753	-6.575	-1.199	-698	2.650
Exportação de bens	31.414	31.620	35.793	38.555	43.545	46.506	47.747	52.994	51.140	48.011	55.086	58.223
Importação de bens	20.661	21.040	20.554	25.256	33.079	49.972	53.346	59.747	57.714	49.210	55.783	55.572
Serviços e rendas (líquido)	-15.369	-13.543	-11.336	-15.577	-14.692	-18.541	-20.350	-25.522	-28.299	-25.825	-25.048	-27.503
Serviços	-3.596	-3.800	-3.184	-5.246	-5.657	-7.483	-8.681	-10.646	-10.111	-6.977	-7.162	-7.759
Juros	-9.748	-8.621	-7.253	-8.280	-6.337	-7.946	-8.778	-9.483	-11.437	-14.876	-14.649	-14.877
Lucros e dividendos	-1.864	-1.030	-748	-1.930	-2.566	-2.951	-2.830	-5.443	-6.855	-4.115	-3.316	-4.961
Outras rendas	-160	-92	-151	-121	-131	-160	-60	50	103	142	79	95
Transferências unilaterais	833	1.555	2.206	1.602	2.414	3.622	2.446	1.823	1.458	1.689	1.521	1.638
Conta Capital e Financeira	4.592	163	9.947	10.495	8.692	29.095	33.968	25.800	29.702	17.319	19.326	27.052
Conta Capital	1	0	37	83	174	352	454	393	320	338	273	-36
Investimento Direto	364	87	1.924	799	1.460	3.309	11.261	17.877	26.002	26.888	30.498	24.715
Investimento em carteira	472	3.808	14.465	12.325	50.642	9.217	21.619	12.616	18.125	3.802	6.955	77
Derivativos e outros	3.755	-3.733	-6.479	-2.711	-43.584	16.217	635	-5.085	-14.745	-13.708	-18.399	2.296
Erros e Omissões	-328	875	-1.386	-1.111	334	2.207	-1.800	-3.255	-4.256	194	2.637	-531
Resultado do Balanço	481	-369	14.670	8.709	7.215	12.919	8.666	-7.907	-7.970	-7.822	-2.262	3.307
Contas do BP	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Transações Correntes	-7.637	4.177	11.679	13.985	13.643	1.551	-28.192	-24.302	-47.273	-52.473	-54.246	
Balança comercial (fob)	13.121	24.794	33.641	44.703	46.457	40.032	24.836	25.290	20.147	29.794	19.431	
Exportação de bens	60.362	73.084	96.475	118.308	137.807	160.649	197.942	152.995	201.915	256.040	242.580	
Importação de bens	47.240	48.290	62.835	73.606	91.351	120.617	173.107	127.705	181.768	226.246	223.149	
Serviços e rendas (líquido)	-23.148	-23.483	-25.198	-34.276	-37.120	-42.510	-57.252	-52.930	-70.322	-85.251	-76.523	
Serviços	-4.957	-4.931	-4.678	-8.309	-9.640	-13.219	-16.690	-19.245	-30.835	-37.932	-41.075	
Juros	-13.130	-13.020	-13.364	-13.496	-11.289	-7.305	-7.232	-9.069	-9.610	-9.719	-11.847	
Lucros e dividendos	-5.162	-5.640	-7.338	-12.686	-16.369	-22.435	-33.875	-25.218	-30.375	-38.166	-24.112	
Outras rendas	102	109	181	214	177	448	545	603	498	567	511	
Transferências unilaterais	2.390	2.867	3.236	3.558	4.306	4.029	4.224	3.338	2.902	2.984	2.846	
Conta Capital e Financeira	8.004	5.111	-7.523	-9.464	16.299	89.086	29.352	71.301	99.912	112.381	70.154	
Conta Capital	433	498	372	663	869	756	1.055	1.129	1.119	1.573	-1.877	
Investimento Direto	14.108	9.894	8.339	12.550	-9.380	27.518	24.601	36.033	36.919	67.689	68.093	
Investimento em carteira	-5.119	5.308	-4.750	4.885	9.081	48.390	1.133	50.283	63.011	35.311	8.770	
Derivativos e outros	-1.418	-10.589	-11.483	-27.561	15.729	12.421	2.562	-16.144	-1.137	7.808	-4.833	
Erros e Omissões	-66	-793	-1.912	-201	628	-3.152	1.809	-347	-3.538	-1.271	384	
Resultado do Balanço	302	8.496	2.244	4.319	30.569	87.484	2.969	46.651	49.101	58.637	18.900	

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Quadro I – Índice IFFE e reservas internacionais – Brasil – 1990-I a 2013-II

Período	Σ DEMCE	Σ DICME	IFFE = ΣDEMCE/ΣDICME	Reservas Internacionais (US\$ milhões)
1990 T1	10024	9920	1,01	7385
1990 T2	8483	10654	0,80	10173
1990 T3	11126	11431	0,97	10171
1990 T4	11250	10897	1,03	9973
1991 T1	9198	10884	0,85	8663
1991 T2	11002	11910	0,92	10401
1991 T3	12185	10665	1,14	7956
1991 T4	10372	11972	0,87	9406
1992 T1	19110	23900	0,80	17063
1992 T2	10734	15583	0,69	21703
1992 T3	12867	15274	0,84	21964
1992 T4	20747	22517	0,92	23754
1993 T1	14427	14716	0,98	22309
1993 T2	14799	16993	0,87	24476
1993 T3	17965	20622	0,87	26948
1993 T4	18557	23360	0,79	32211
1994 T1	16247	20474	0,79	38282
1994 T2	59425	64352	0,92	42881
1994 T3	22006	24372	0,90	43455
1994 T4	27861	26846	1,04	38806
1995 T1	29002	19157	1,51	33742
1995 T2	29273	26862	1,09	33512
1995 T3	26034	32569	0,80	48713
1995 T4	28974	29772	0,97	51840
1996 T1	26640	27057	0,98	55753
1996 T2	27682	32332	0,86	59997
1996 T3	29941	28369	1,06	58775
1996 T4	35898	37701	0,95	60110
1997 T1	27394	30244	0,91	58980
1997 T2	41261	46051	0,90	57615
1997 T3	39750	50413	0,79	61931
1997 T4	52779	48489	1,09	52173
1998 T1	32549	50279	0,65	68594
1998 T2	38554	51020	0,76	70898
1998 T3	52864	48148	1,10	45811
1998 T4	46002	54148	0,85	44556
1999 T1	42204	34287	1,23	33848
1999 T2	41466	52747	0,79	41345
1999 T3	34366	37007	0,93	42562
1999 T4	48013	45028	1,07	36342
2000 T1	32683	38184	0,86	39200
2000 T2	47226	38021	1,24	28265
2000 T3	43509	51172	0,85	31431
2000 T4	38404	41050	0,94	33011
2001 T1	37502	38519	0,97	34407
2001 T2	40775	42023	0,97	37318
2001 T3	33180	41305	0,80	40054

Continuação – Quadro I

2001 T4	38364	35650	1,08	35866
2002 T1	29574	31253	0,95	36721
2002 T2	39791	41589	0,96	41999
2002 T3	36240	39676	0,91	38381
2002 T4	35980	37955	0,95	37823
2003 T1	27816	33584	0,83	42335
2003 T2	38880	46178	0,84	47956
2003 T3	35186	43433	0,81	52675
2003 T4	45872	43292	1,06	49296
2004 T1	34652	38791	0,89	51612
2004 T2	45177	40554	1,11	49805
2004 T3	41277	50870	0,81	49496
2004 T4	46856	52643	0,89	52935
2005 T1	40018	49456	0,81	61960
2005 T2	50927	54985	0,93	59885
2005 T3	65619	69243	0,95	57008
2005 T4	74795	67487	1,11	53799
2006 T1	63733	75735	0,84	59824
2006 T2	77906	75326	1,03	62670
2006 T3	62608	79145	0,79	73393
2006 T4	73759	99777	0,74	85839
2007 T1	82291	92221	0,89	109531
2007 T2	89617	118729	0,75	147101
2007 T3	98568	122594	0,80	162962
2007 T4	125263	146539	0,85	180334
2008 T1	129956	138513	0,94	195232
2008 T2	153308	165787	0,92	200827
2008 T3	164233	181319	0,91	207494
2008 T4	131968	124485	1,06	206806
2009 T1	86610	84522	1,02	202460
2009 T2	99985	111855	0,89	208425
2009 T3	106208	130678	0,81	224213
2009 T4	115237	140164	0,82	239054
2010 T1	95650	104819	0,91	243952
2010 T2	111795	124662	0,90	253113
2010 T3	114777	136426	0,84	275205
2010 T4	126854	171831	0,74	288575
2011 T1	118373	131604	0,90	317145
2011 T2	146187	164212	0,89	335775
2011 T3	136228	160745	0,85	349708
2011 T4	135505	142230	0,95	352012
2012 T1	125470	138935	0,90	365215
2012 T2	138656	141087	0,98	373910
2012 T3	129517	142946	0,91	378726
2012 T4	148438	157063	0,95	378613
2013 T1	131426	133194	0,99	376934
2013 T2	172699	177874	0,97	371109

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Ipeadata (2013).

3. VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA: UMA ABORDAGEM ESTRUTURAL PARA O PERÍODO 1990-2013

Resumo

Este ensaio aborda a questão da vulnerabilidade externa dentro do contexto de integração financeira internacional, processo este que se aprofunda de modo mais generalizado nas economias em desenvolvimento a partir dos anos 1990, e, particularmente, no Brasil. O foco de análise é a vulnerabilidade externa de cunho estrutural, de modo a verificar a capacidade de resistência a choques e fatores desestabilizadores externos no longo prazo. Para tanto, parte-se de uma revisão do processo de integração financeira mundial, com enfoque à experiência latino-americana. Em seguida, são apresentados os fundamentos analíticos da vulnerabilidade externa, em que a distinção entre a vulnerabilidade externa conjuntural e a estrutural é parte basilar para a análise subsequente, que envolve as esferas comercial, produtivo-real, tecnológica e monetário-financeira das relações econômicas internacionais do país. Por fim, é realizada uma comparação internacional a partir do índice de vulnerabilidade externa estrutural (IVE). Os resultados sugerem que apesar de ter havido uma melhora nos indicadores conjunturais de vulnerabilidade externa a partir dos anos 2000, os recorrentes desequilíbrios de fluxos e estoques referentes às relações econômicas internacionais do país, além da excessiva dependência das exportações de *commodities* primárias e bens intensivos em recursos naturais para a geração de superávits comerciais configuram uma elevada vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira.

Palavras-chave: Integração financeira, Vulnerabilidade externa, Economia brasileira.

Abstract

This essay points out the issue of external vulnerability in the context of international financial integration, a process that deepens widely in developing economies during the 1990s, and particularly in Brazil. The focus of analysis is the external vulnerability of a structural nature, in order to assess the ability to resist to external shocks and destabilizing factors in the long term. To this end, we start from a review of global financial integration, with a focus on Latin American experience. Then, are presented the analytical foundations of external vulnerability, where the distinction between conjunctural and structural external vulnerability is fundamental to the subsequent analysis, which involves, commercial, real-productive, technological and monetary-financial spheres of the country's international economic relations. By the end, an international comparison from structural external vulnerability index (EVI) is performed. The results suggest that, although there has been an improvement in short-term indicators of external vulnerability from the 2000s, the recurrent stocks and flows imbalances, besides the excessive dependence on exports of primary and natural-resource intensive goods to generate trade surpluses constitute a high structural external vulnerability of the Brazilian economy.

Keywords: Financial integration, External vulnerability, Brazilian economy.

3.1 INTRODUÇÃO

Os anos 1990 assinalam a adoção por parte do Brasil e de quase toda a América Latina, como estratégia predominante de desenvolvimento, a abertura em direção à integração financeira externa, como recomendada pelo Consenso de Washington, de cunho nitidamente neoliberal. Ou, nos termos de Coutinho e Belluzzo (1996, p. 13), “os países da periferia [...] foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados”.

Após mais de vinte anos nesse sentido, construiu-se um mercado financeiro globalizado, o qual facilita a movimentação financeira externa, com fluxos muito mais voláteis e robustos do que no passado, o que também gera preocupações quanto à estabilidade macroeconômica e aos impactos potenciais sobre o desenvolvimento das economias receptoras (ARESTIS; PAULA, 2008).

Portanto, a preocupação central que surge nesse contexto é que a forma com que um país se insere internacionalmente tem diferentes implicações em termos de financiamento e dependência do capital estrangeiro, e da capacidade de enfrentamento a choques ou fatores desestabilizadores externos, e, logo, assume papel fundamental na trajetória de crescimento de longo prazo da economia.

Sob essa perspectiva, este ensaio analisa a vulnerabilidade externa do Brasil a partir dos anos 1990, sob um enfoque estrutural. O ensaio divide-se em quatro partes principais, além dessa introdução e dos comentários finais. A primeira parte apresenta uma revisão do processo de integração financeira global, com enfoque à experiência latino-americana. Em seguida, são apresentados os fundamentos analíticos da vulnerabilidade externa, e na qual a distinção entre a vulnerabilidade externa conjuntural e a estrutural é parte basilar para a análise da seção subsequente.

Em subseções, a terceira parte apresenta primeiramente a evolução geral das contas externas do país, e, posteriormente, chega-se à análise das esferas comercial, produtivo-real, tecnológica e monetário-financeira das relações econômicas internacionais do país. Por fim, é realizada uma comparação internacional da vulnerabilidade externa estrutural a partir do índice desenvolvido por Gonçalves (2005), tendo como objeto de análise alguns países recentemente industrializados (NICs).

3.2 HISTÓRICO DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA GLOBAL E A EXPERIÊNCIA DA AMÉRICA LATINA

As últimas décadas do século XX assistiram a mudanças profundas, as quais marcaram o ingresso das economias em uma nova fase da acumulação capitalista, caracterizada pela crescente globalização dos mercados produtivos e financeiros mundiais.

Plihon (2007) distingue essa globalização da economia em três dimensões: primeira, a abertura das economias às trocas de bens e serviços (globalização produtiva); segunda, a mobilidade internacional dos fatores de produção, particularmente do capital (globalização financeira); terceira; a interpenetração crescente das economias nacionais, com a desterritorialização das atividades econômicas – as empresas tornam-se “atores globais” e suas decisões e comportamentos escapam à dimensão nacional.

No que tange à esfera financeira, o compromisso com a manutenção de controles sobre os fluxos internacionais de capitais era um dos principais aspectos do conjunto de arranjos institucionais acordados em Bretton Woods. Contudo, ao longo das três últimas décadas do século passado e mais profundamente ao longo da década de 90, as economias nacionais moveram em direção a uma maior permissividade em relação à circulação de capitais além das fronteiras, resultando na formação de um mercado financeiro internacional integrado. A origem dessas transformações remonta à conversibilidade das moedas dos países europeus para transações em Conta Corrente em 1958, à constituição do Euromercado (mercado de “eurodólar”) ao longo da década de 60 e ao colapso do sistema de paridades cambiais em 1973 (DAMASCENO, 2008, p. 20).

Na literatura, apontam-se quatro conjuntos principais de transformações subjacentes ao crescimento da mobilidade dos fluxos internacionais de capitais ao longo do período: i) nos anos 60, a presença crescente de centros financeiros internacionais *offshore* pouco regulamentados, que estimulou os movimentos de capital que buscavam desviar-se das regulamentações financeiras nacionais, dos controles de capital e dos impostos; ii) a partir dos anos 70, as decisões de política econômica relativas à eliminação dos controles legais sobre os fluxos internacionais de capitais e à liberalização dos sistemas financeiros nas economias nacionais; iii) os avanços tecnológicos, especialmente os progressos nos setores de informática e de tecnologias de processamento de informações; e iv) o desenvolvimento das inovações financeiras, a

securitização das dívidas e a institucionalização das poupanças (DEVLIN; FRENCH-DAVIS; GRIFFITH-JONES, 1994; KREGEL, 1996; DAMASCENO, 2008).

Essas transformações originaram-se nos países desenvolvidos e se consolidaram ao longo dos anos 80. Os países em desenvolvimento, por sua vez, se integraram ao mercado financeiro internacional mais tardiamente e em menor intensidade no final da década de 80, e mais intensamente no início da década de 90.

Isso, pois, no período compreendido entre a II Guerra Mundial e o final dos anos 1970, o paradigma desenvolvimentista foi predominante nas economias periféricas, tendo o Estado, conforme a abordagem estruturalista, exercido um papel ativo, participando diretamente nas transformações da estrutura produtiva, intervindo no câmbio e controlando o movimento financeiro internacional, a fim de promover a industrialização e romper a restrição externa ao crescimento com equilíbrio de suas contas externas.

Entretanto, a queda de Bretton Woods entre 1971 e 1973 inaugura um período de turbulência nas relações monetárias internacionais. Nesse cenário de alta volatilidade no mercado internacional, o sistema bancário passou a negociar empréstimos com taxas de juros reajustáveis, o que, aliado ao fim das taxas de câmbio fixas, aumentava o risco dos tomadores. Contudo, havia um excesso de endividamento por uma pressão do lado da oferta, que reduzia as exigências para empréstimos, pois se tinha muito para ofertar, resultado das aplicações dos excedentes do petróleo (intitulados “petrodólares”) no mercado de “eurodólar”. Isso possibilitou a entrada de financiamento externo nos países do em desenvolvimento, que sofriam com a restrição externa e foram beneficiados por esta abundante de liquidez internacional (REZENDE, 2010).

Todavia, completa Rezende (2010), os choques do petróleo, especialmente o de 1979, combinados à flutuação cambial, afetaram os preços relativos e geraram inflação de proporções globais, tendo como epicentro os Estados Unidos. Nesse cenário, a drástica elevação dos juros norte-americanos implicou uma recessão de nível mundial, combinada com a valorização do dólar e reestabelecimento da hegemonia dos EUA, dando legitimidade, então, a uma onda conservadora a favor de políticas monetaristas.

Nesse contexto, no que tange aos países em desenvolvimento, destaca-se a trajetória de instabilidade e crise da América Latina, atingida pelo aumento das taxas de juros internacionais, que recaíam sobre a dívida externa, pela deterioração dos termos de troca em virtude da queda de

valor dos seus produtos exportados e elevação abrupta dos importados, e, pouco depois, pela suspensão do financiamento externo após a moratória mexicana em 1982.

Como resultados desses choques, as estratégias desenvolvimentistas de industrialização foram interrompidas nos países latino-americanos, uma vez que a resposta encontrada à crise se baseou em um ajuste recessivo, cujo resultado foi a estagnação econômica simultânea ao avanço da inflação (REZENDE, 2010). Concomitantemente ao enfraquecimento do desenvolvimentismo decorrente da crise econômica dos anos 1980, começa a ganhar terreno na América Latina o paradigma neoliberal, que se fortalecera com as medidas liberalizantes de Margareth Thatcher na Inglaterra e Ronald Reagan nos EUA, ao final dos anos 1970 e início da década seguinte.

A adaptação da doutrina de liberalização ao novo contexto dos anos 1980 deu origem ao Consenso de Washington (1989), como ficaram conhecidas as conclusões do encontro intitulado *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, cujo objetivo era proceder uma avaliação das reformas econômicas em curso na América Latina, e na qual estiveram presentes funcionários do Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Mundial (BIRD), Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Organização Mundial do Comércio (OMC), do governo norte-americano, e diversos economistas latino-americanos de perfil liberal (BATISTA, 1994).

John Williamson (1990) foi quem elencou os dez pontos tidos como consensuais no encontro, organizados em dois pilares: inserção externa e papel do Estado. Os pontos eram: liberalização comercial, liberalização financeira, abolição de barreiras ao investimento externo direto, taxa de câmbio “competitiva” (para evitar distorções), privatização, desregulação, direitos de propriedade bem definidos, prioridade para gastos públicos com alto retorno econômico (prioridades sociais), reforma tributária e disciplina fiscal.

Como expresso por Rezende (2010), o Consenso de Washington simboliza, então, a cristalização da hegemonia neoliberal, ao dialogar com os gestores de política, operacionalizando o núcleo duro deste paradigma.

De acordo com a abordagem convencional, os programas de ajuste e reformas estruturais nos moldes recomendados pelo Consenso de Washington e a renegociação da dívida externa no âmbito do Plano Brady teriam melhorado os fundamentos econômicos dos países latino-americanos e, conseqüentemente, reduzido o risco-país. Assim, a revisão das expectativas dos

investidores quanto às perspectivas na região estimulou o retorno do capital estrangeiro a esses países (PINHEIRO, 2008).

Por outro lado, para Coutinho e Belluzzo (1996), o fator decisivo para a transformação dos países latino-americanos, de doadores de “poupança” em receptores de recursos financeiros foi a recessão *financial-led* observada já no final de 89, nos países desenvolvidos, à qual se seguiu um grande afrouxamento de suas políticas monetárias. Assim, juntou-se a situação depressiva de elevada liquidez e taxas de juros muito baixas, com um quadro nos “mercados emergentes” latino-americanos de estoques de ações depreciados, governos profundamente endividados e empresas públicas privatizáveis distribuídas por diversos setores da economia, além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e da manutenção de taxas de juros reais elevadas, em moeda forte, mesmo depois da estabilização.

De qualquer maneira, embora no final da década de 80 e início dos anos 90, a reinserção especificamente dos países latino-americanos no mercado financeiro internacional tenha surtido efeitos inicialmente positivos sobre a *performance* econômica, com a retomada do crescimento, as políticas de estabilização baseadas em âncoras cambiais, em um ambiente de abertura comercial crescente, provocou uma sobrevalorização do câmbio real e déficits expressivos na balança comercial, cujo financiamento teve que se dar

O financiamento desses déficits, por sua vez, teve que se dar via entrada de capitais externos, cuja política de atração foi principalmente a manutenção de taxas de juros elevadas. Com o aumento do grau de liberalização financeira, os influxos de capitais estrangeiros acabaram por acentuar a tendência à sobrevalorização cambial, comprometendo ainda mais os saldos comerciais. Ainda, o aumento do estoque de capitais pressionou também a conta de serviços e rendas, tradicionalmente deficitária, gerando maiores necessidades futuras de financiamento externo, isto é, ampliando a dependência de capital estrangeiro para equilibrar as contas externas e, assim, a vulnerabilidade externa da região.

Diante das políticas de desregulamentação e liberalização amplamente adotadas nas últimas décadas, e, principalmente, face às crises e o fraco desempenho econômico observado não apenas da América Latina, mas nos países em desenvolvimento, em geral, seguiu-se um caloroso debate sobre os reais benefícios e perigos da liberalização, bem como a retomada do debate sobre a relevância de se ter controles sobre a entrada de capitais estrangeiros no intuito de

reduzir a vulnerabilidade destas economias a instabilidades financeiras no cenário internacional. A seção seguinte aborda essas questões.

3.3 VULNERABILIDADE EXTERNA: FUNDAMENTOS ANALÍTICOS

Os fluxos de capitais exibem maior volatilidade do que os fluxos de bens ou serviços, resultado do surgimento contínuo de novos instrumentos financeiros e inovações tecnológicas que permitem uma elevada movimentação de ativos monetários e financeiros, os quais impactam macro e microeconomicamente os países. Assim, a abertura ou liberalização financeira sujeita as economias a um maior grau de instabilidade, isto é, amplia-se a vulnerabilidade externa dessas economias.

Em um conceito geral, Gonçalves (1998, p. 9) define a vulnerabilidade externa como:

[...] baixa capacidade de resistência das economias nacionais frente a fatores desestabilizadores ou choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes. A primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis; e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste frente aos eventos externos. Assim, a vulnerabilidade externa é tão maior quanto menores forem as opções de política e quanto maiores forem os custos do processo de ajuste.

O resultado do processo de globalização é um sistema complexo de interdependências entre as economias do globo, e essas interdependências não ocorrem simetricamente, o que significa que alguns países sofrem maior ou menor interferência de outros devido à estrutura hierárquica presente no cenário internacional. Quando um país é muito sensível a choques externos, mas os eventos internos a esse país têm impacto nulo ou insignificante sobre o sistema econômico mundial, observa-se a existência de vulnerabilidade unilateral no país (GONÇALVES, 1998).

Num contexto de globalização econômica crescente e fluxos econômicos internacionais bastante voláteis, as economias são fortemente impactadas por mudanças bruscas de preços e quantidades do capital externo e das mercadorias. As mudanças de quantidade se refletem tanto em alterações de volume como de composição dos recursos externos e do comércio exterior. As mudanças de preço, por sua vez, impactam tanto as condições de captação de recursos externos,

com mudanças de custo e de prazo, como os termos de troca, dados pela razão preços de exportação/preços de importação.

Assim, a vulnerabilidade externa reflete a capacidade de resistir aos impactos negativos da volatilidade dos investimentos e do comércio internacional. As opções de reposta recaem, geralmente, ao gerenciamento de políticas macroeconômicas, como as políticas monetária, fiscal e cambial. Adicionalmente, os governos podem fazer uso de controles de capitais ou de políticas comerciais.

Face às mudanças abruptas dos fluxos de investimento e comércio internacional, o processo de ajuste das contas externas passa, inicialmente, pelo gerenciamento das reservas internacionais. Entretanto, turbulências no sistema financeiro internacional que comprometem as fontes de financiamento externo podem implicar o esgotamento das reservas internacionais do país no curto prazo. Em tal circunstância, o país é forçado a adotar políticas de estabilização macroeconômica, baseadas na redução de gastos (absorção interna) e na mudança de composição dos gastos (redirecionando a produção para o mercado externo). Para tal, as políticas monetária, fiscal, cambial e comercial são os instrumentos tradicionais que afetam quantidades (volumes de produção, renda e gastos) e preços relativos (*tradeables/non-tradeables*). A centralização do câmbio e outras medidas de controle direto sobre as contas externas são utilizadas em casos mais extremos, por exemplo, quando os países são levados à moratória sobre a dívida externa (GONÇALVES, 1998).

Por outro lado, mesmo nos momentos de excesso de liquidez internacional, a acumulação de reservas gera um problema de controle da oferta monetária. A necessidade de mitigar o impacto inflacionário da maior oferta de moeda via política de esterilização acaba pressionando o lado fiscal, devido ao aumento da dívida mobiliária federal, em virtude do diferencial de taxa de juros interna e a taxa que remunera as reservas – o chamado custo de carregamento das reservas.

Assim, a globalização financeira e a volatilidade financeira internacional afeta uma economia de diversas maneiras, seja por gerar maior instabilidade cambial e até desalinhamento do câmbio, que tende a provocar distorções nos preços relativos e afetar a *performance* e o padrão de comércio, seja por afetar a oferta de moeda e o volume de crédito interno, com repercussões sobre o nível de preços, seja por provocar maior volatilidade dos juros, gerando incertezas que prejudicam a formação de expectativas e os planos de investimento produtivo, seja por, conforme a abordagem de Minsky, permitir o descasamento entre ativos e passivos

denominados em moeda estrangeira, aumentando a fragilidade do sistema financeiro nacional e tornando a economia mais vulnerável à choques externos, como, por exemplo, uma mudança na taxa de câmbio ou dos juros.

Outro impacto importante da volatilidade do investimento internacional sobre a vulnerabilidade externa dos países, talvez até mais direto e imediato, refere-se à expansão do passivo externo de curto prazo dessas economias. Essa expansão, por sua vez, decorre da importância crescente dos fluxos de investimento de portfólio de maturidade curta ou de natureza especulativa. Dentre essas aplicações, pode-se destacar os investimentos em bolsas de valores, títulos de renda fixa de curto prazo, até mesmo títulos do governo e debêntures negociados internamente. Desse modo, uma parte substancial dos ativos monetários das reservas internacionais fica comprometida com aplicações de curto prazo e especulativas, que se beneficiam de elevados diferenciais de taxas de juros ou de retorno.

Nesse contexto, dado que os ciclos de liquidez internacional afetam a estabilidade macroeconômica e a oferta de financiamento às economias abertas, os ciclos de crescimento econômico desses países acabam apresentando um comportamento reflexo²⁴, o que ilustra o caráter vulnerável desses países. Assim, o sistema financeiro internacional se comportaria em esquema semelhante ao proposto por Minsky (1986). Sob essa perspectiva, Resende (2004) explica que em função do aumento cíclico da liquidez internacional, em grande parte gerada endogenamente por meio de inovações financeiras, os mercados financeiros externos aceitam financiar países com características de unidade especulativa²⁵ e mesmo ponzi. No entanto, nos períodos de reversão cíclica do nível de liquidez internacional, o sistema financeiro internacional teria um comportamento assimétrico: o racionamento de crédito seria mais acentuado para as economias especulativas/ponzi do que para as economias *hedge*, exacerbando, em vez de contornar, a escassez de divisas naquelas economias. A crise cambial que conseqüentemente se instala nessas economias, muitas vezes intensificada pela abertura financeira, alimenta as expectativas quanto à desvalorização de suas taxas de câmbio e, assim, o decorrente aumento da

²⁴Amado e Resende (2007) evidenciam esse comportamento reflexo das economias em desenvolvimento, especialmente as latino americanas, em relação aos ciclos de liquidez internacional.

²⁵ Conforme definido no segundo capítulo, economias classificadas na categoria especulativa pelos mercados financeiros mundiais seriam aquelas com menor capacidade relativa em gerar as divisas necessárias (seja pela balança comercial, de serviços ou de capitais) para honrar seus compromissos financeiros internacionais.

preferência pela liquidez resulta em aumento da demanda de moeda externa, provocando fuga de capitais.

Ressalta-se que essa tendência à escassez de divisas é largamente observada nos países periféricos, pela dificuldade em se gerar e manter superávits na conta de transações correntes²⁶. Desse modo, confere-se às economias em desenvolvimento, em geral, uma vulnerabilidade externa de caráter permanente e, portanto, estrutural. No entanto, os desequilíbrios em conta corrente do balanço de pagamentos desses países são financiados pela sua conta de capitais nos períodos de ascensão cíclica da liquidez mundial, períodos estes em que o otimismo que prevalece nos mercados externos estimula o *finance* internacional e a captação de recursos, inclusive pelas economias de caráter especulativo/ponzi, podendo haver, inclusive, apreciação cambial ou acúmulo de reservas internacionais; “camuflando”, assim, a vulnerabilidade externa estrutural das economias em desenvolvimento.

Assim, embora os desequilíbrios em conta corrente acumulem-se, a redução temporária da preferência pela liquidez e da escassez de moeda externa viabiliza o aumento dos investimentos e do crescimento econômico nesses países. Entretanto, se o grau de escassez de divisas nessas economias oscila de acordo com os ciclos de liquidez internacional (ou de preferência pela liquidez), a queda cíclica da liquidez mundial implica racionamento de crédito para a economia em desenvolvimento (especulativa/ponzi) provocando crise cambial nesta. Por fim, a política econômica induzida pela escassez de divisas provoca a desestruturação dos arranjos financeiros alternativos aos mecanismos tradicionais de *finance-funding*, desmontando o suporte financeiro ao crescimento da economia em desenvolvimento e, assim, revertendo o curso de seu ciclo de crescimento.

Posto isso, no que concerne ao pensamento desenvolvimentista, a questão central talvez seja a relação do país com o resto do mundo. Nesse ponto, a redução da vulnerabilidade externa, ou o afrouxamento da restrição externa de um país é condição fundamental para o seu crescimento e desenvolvimento econômico (GONÇALVES, 2011).

Nesse contexto, portanto, torna-se fundamental distinguir a vulnerabilidade externa estrutural da conjuntural. Conceitualmente, Filgueiras e Gonçalves (2007) definem a vulnerabilidade externa conjuntural como um fenômeno fundamentalmente de curto prazo, e que

²⁶ Uma explicação recorrente na literatura para esse comportamento crônico é a ausência de um Sistema Nacional de Inovações desenvolvido e um sistema financeiro doméstico deficiente. Vide, por exemplo, Fajnzylber (1983), Albuquerque (1996) e Freeman (2004).

depende das opções de resposta disponíveis, bem como dos custos de enfrentamento aos choques. A vulnerabilidade externa estrutural, por seu turno, é fundamentalmente um fenômeno de longo prazo, e decorre das mudanças relativas ao padrão de comércio, da eficiência do aparelho produtivo, do dinamismo tecnológico e da robustez do sistema financeiro nacional. A vulnerabilidade externa estrutural é determinada, principalmente, pelos processos de desregulação e liberalização nas esferas comercial, produtivo-real, tecnológica e monetário-financeira das relações econômica internacionais do país.

A esfera comercial envolve o comércio mundial de bens e serviços, de modo que aumentos do grau de abertura comercial via redução de barreiras à entrada de bens e serviços, ou de impostos de importação, sinaliza um aumento da vulnerabilidade externa. Ademais, quanto menor for a autonomia de um país para expandir sua demanda agregada, isto é, quanto maior for a dependência do mercado externo e/ou dos preços determinados internacionalmente, maior a vulnerabilidade externa da economia (GONÇALVES, 2003, 2005).

A esfera produtivo-real, além de associar-se ao perfil da estrutura produtiva do país, envolve as operações de empresas transnacionais, que por meio de investimento estrangeiro direto (IED) instalam filiais e subsidiárias em outro país, que não o de sua origem. A entrada de IED, embora seja um capital de prazo mais estendido, implica elevação do passivo externo da economia, acompanhado que é por remessas de lucros e dividendos para suas matrizes no exterior. Acrescenta-se que boa parte destes investimentos se dá em fusões e aquisições, o que não se reflete, pelo menos num curto horizonte temporal, em aumento da capacidade produtiva, como é o caso dos projetos novos (*greenfield*). Cabe ressaltar também, que, se o capital direcionar-se ao ramo de serviços, por exemplo, além de pressionar a balança de serviços e renda, este não contribuirá para a geração de divisas adicionais de exportações.

No âmbito tecnológico, encontram-se as movimentações de ativos intangíveis, como direitos de propriedade, tecnologias do produto e de produção, além das técnicas gerenciais, organizacionais e mercadológicas. Como exposto por Rezende (2010), para que uma nação não fique a margem no mercado globalizado e sua influência em outros países seja maior é fundamental possuir capacidade de produção tecnológica. Nesse sentido, Gonçalves (2003) aponta que alguns governos, ao removerem barreiras externas à aquisição de tecnologias, eliminam também o incentivo ao progresso do sistema nacional de inovações (SNI), pressionando as transações correntes via pagamento de *royalties* pela tecnologia adquirida.

Assim, há uma forte relação entre as esferas comercial, produtivo-real e tecnológica, já que a estrutura produtiva e o desenvolvimento tecnológico acabam se refletindo na intensidade tecnológica dos bens transacionados e no padrão de comércio, além de, como assinalado por Rezende (2010), a maior presença de empresas transnacionais segmentar ainda mais a divisão do trabalho, tendendo a concentrar a parcela da produção referente à pesquisa e desenvolvimento no país da matriz.

Há ainda a esfera monetário-financeira, que envolve as transações internacionais de capitais, guiadas sempre pela expectativa de rentabilidade, como empréstimos, financiamentos e investimentos em carteira. Com a globalização e liberalização financeira, por exemplo, houve uma maior mobilidade de capitais entre os países, suscitando uma crescente volatilidade desses fluxos, o que provoca uma elevação da fragilidade externa dos países mais integrados às finanças globais. Desse modo, os países mais dependentes de recursos externos compensatórios para o equilíbrio do balanço de pagamentos tendem a ser aqueles mais prejudicados por crises iniciadas em outras economias. Nessa esfera, é importante salientar ainda que, de acordo com Filgueiras e Gonçalves (2007), a vulnerabilidade externa conjuntural se dá em relação ao desequilíbrio de fluxos, ao passo que a vulnerabilidade estrutural ocorre pelo desequilíbrio de estoques.

3.4 ANÁLISE DA VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA (1990-2013)

Esta seção analisa a vulnerabilidade externa do Brasil a partir de 1990, com enfoque no seu aspecto estrutural. Para tal, primeiramente é apresentado um panorama das contas externas para, em seguida avançar à análise das esferas produtivo-real, tecnológica, comercial e monetário-financeira das relações econômicas internacionais do país.

3.4.1 Panorama geral das contas externas

Na literatura sobre o tema, o saldo em transações correntes como proporção do PIB é um tradicional indicador de vulnerabilidade externa de uma economia²⁷. Déficits em transações

²⁷ Sobre este indicador, vale mencionar que Amadeo (2003) sugere que, com o propósito de se manter um ambiente propício ao investimento privado, o déficit em conta corrente deveria limitar-se a 2% do PIB, isso, porém, desde que acompanhado por taxas de crescimento do PIB entre 4% e 5%, e taxa de inflação de até 5%.

correntes implicam uma economia vulnerável do ponto de vista externo, uma vez que esses déficits deverão ser financiados por superávits na conta capital e financeira, os quais também acabam por contribuir negativamente para a balança de serviços e rendas, e, conseqüentemente, para o saldo em transações correntes.

Ao observar a trajetória deste indicador para a economia brasileira (tabela 1), nota-se que o déficit em transações correntes é recorrente no período. Nos anos seguintes à implementação do Plano Real, em 1994, pode-se observar que a balança comercial impactou negativamente o saldo em conta corrente, explicado em grande parte pela adoção da âncora cambial, que prejudicou as exportações.

Após o fim da âncora cambial em 1999 tem-se uma forte depreciação da moeda brasileira, que teve papel preponderante para a recuperação do saldo da balança comercial, que se tornou superavitária a partir de 2001, e, conseqüentemente, para a melhoria da conta corrente, que entre 2003 e 2007 sustentou-se superavitária. O bom desempenho da balança comercial no período deve-se em boa parte ao aquecimento da economia global, gerando uma tendência de alta das exportações. Entre 1999-2002, entretanto, Filgueiras e Pinto (2009) ressaltam que, além do efeito câmbio, a recuperação da conta corrente deveu-se em boa medida ao baixo crescimento econômico do país, que reduziu as importações, elevando os saldos comerciais.

De todo modo, o que se verifica é que o período 2003-2007 assinala uma expressiva melhora das contas externas. A balança comercial, deficitária em US\$ 1,2 bilhões em 1999, passou para um superávit de US\$ 24,8 bilhões em 2003 e de US\$ 40 bilhões em 2007, tendo atingido US\$ 46,4 bilhões em 2006. Acompanhando a boa *performance* no comércio exterior, o déficit em conta corrente, que era de US\$ 25,3 bilhões em 1999, saltou para positivos US\$ 14 e 13,6 bilhões em 2005 e 2006, respectivamente. Esse reajuste das contas externas implicou uma significativa melhora dos indicadores tradicionais de vulnerabilidade externa conjuntural²⁸ da economia brasileira, relativamente ao período pré-liberalização cambial (tabela 2).

Entre os indicadores de vulnerabilidade diretamente relacionados ao comportamento das exportações (dívida externa total/exportações, dívida externa líquida/exportações, dívida externa líquida/exportações, e juros/exportações), verificou-se uma clara redução da vulnerabilidade a partir de 2003, reforçando a tendência iniciada com a mudança do regime cambial em 1999. No

²⁸ Ainda que os indicadores conjunturais reflitam de alguma forma os problemas estruturais, eles são afetados especialmente pelos movimentos positivos ou negativos do cenário externo (FILGUEIRAS; GONÇALVES, 2007).

caso dos demais indicadores de vulnerabilidade externa, associados indiretamente com as exportações, a reversão da tendência concretizou-se a partir de 2003.

Tabela 1 - Transações correntes e conta capital e financeira – Brasil: 1990-2013 (% do PIB)

	Transações Correntes	Balança comercial	Balança de serviços	Balança de rendas	Transferências unilaterais	Conta Capital e Financeira	Conta capital	Conta financeira
1990	-0,81	2,31	-0,77	-2,53	0,18	0,99	0,00	0,99
1991	-0,35	2,59	-0,93	-2,39	0,38	0,04	0,00	0,04
1992	1,56	3,90	-0,82	-2,09	0,56	2,55	0,01	2,54
1993	-0,15	3,03	-1,20	-2,36	0,37	2,39	0,02	2,38
1994	-0,33	1,92	-1,04	-1,65	0,44	1,59	0,03	1,56
1995	-2,39	-0,45	-0,97	-1,44	0,47	3,78	0,05	3,73
1996	-2,80	-0,67	-1,03	-1,39	0,29	4,04	0,05	3,99
1997	-3,49	-0,77	-1,22	-1,71	0,21	2,96	0,05	2,92
1998	-3,96	-0,78	-1,20	-2,15	0,17	3,52	0,04	3,48
1999	-4,32	-0,20	-1,19	-3,21	0,29	2,95	0,06	2,89
2000	-3,76	-0,11	-1,11	-2,78	0,24	3,00	0,04	2,96
2001	-4,19	0,48	-1,40	-3,56	0,30	4,88	-0,01	4,89
2002	-1,51	2,59	-0,98	-3,60	0,47	1,58	0,09	1,50
2003	0,76	4,49	-0,89	-3,36	0,52	0,93	0,09	0,84
2004	1,76	5,07	-0,70	-3,09	0,49	-1,13	0,06	-1,19
2005	1,59	5,07	-0,94	-2,94	0,40	-1,07	0,08	-1,15
2006	1,25	4,27	-0,89	-2,52	0,40	1,50	0,08	1,42
2007	0,11	2,93	-0,97	-2,14	0,29	6,52	0,06	6,47
2008	-1,71	1,50	-1,01	-2,46	0,26	1,78	0,06	1,71
2009	-1,50	1,56	-1,19	-2,08	0,21	4,40	0,07	4,33
2010	-2,21	0,94	-1,44	-1,84	0,14	4,66	0,05	4,61
2011	-2,12	1,20	-1,53	-1,91	0,12	4,54	0,06	4,48
2012	-2,41	0,86	-1,82	-1,57	0,13	3,11	-0,08	3,20
2013	-3,72	0,12	-2,17	-1,82	0,15	3,37	0,05	3,31

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Ressalta-se que, a partir de 2004, a tendência de desvalorização do real foi revertida, e o resultado que se esperaria, em tese, seria uma reversão dos elevados superávits comerciais, e, concomitantemente, uma deterioração da conta corrente e dos indicadores de vulnerabilidade externa conjuntural. Entretanto, isso não se observou. As exportações brasileiras seguiram tendência altista, e os superávits comerciais passaram para um patamar mais baixo somente após a crise de 2008.

A explicação para essa configuração positiva das contas externas, mesmo com a valorização do real, pode ser encontrada por meio da análise do gráfico 1. Apesar da valorização cambial em torno de 29%, em termos reais, entre 2003 e 2007, as exportações brasileiras cresceram aproximadamente 120% nesse período, exibindo uma trajetória fortemente correlacionada com a evolução do índice geral de preços de *commodities*. Como aponta Carvalho (2009), esse crescimento robusto das exportações brasileiras deve-se em grande parte aos efeitos

da China sobre os produtos primários exportados pelo Brasil, bem como sobre outros países que exportam produtos primários para os quais o Brasil vende produtos industrializados, como é o caso de muitos parceiros comerciais da América Latina.

Tabela 2 - Indicadores de vulnerabilidade externa conjuntural – Brasil: 1990-2012

Ano	Dívida externa total/ PIB (%)	Dívida externa total/ Exportações	Dívida externa líquida/ Exportações	Serviço da dívida/PIB (%)	Serviço da dívida/ Exportações	Juros/ Exportações (%)	Reservas internacionais/ Dívida externa total	Reservas Internacionais (liquidez)/ Serviço da dívida
1990	26,5	3,9	3,6	4,4	65,1	28,3	8,1	0,5
1991	30,4	3,9	3,6	4,4	56,1	26,8	7,6	0,5
1992	34,8	3,8	3,1	4,4	47,7	19,5	17,5	1,4
1993	33,2	3,8	2,9	4,2	47,4	20,3	22,1	1,8
1994	27,1	3,4	2,5	3,1	38,2	15,6	26,2	2,3
1995	20,7	3,4	2,3	2,7	44,5	18,6	32,6	2,5
1996	21,4	3,8	2,5	3,1	54,7	22,4	33,4	2,3
1997	22,9	3,8	2,8	4,4	72,6	22,7	26,1	1,4
1998	28,6	4,7	3,9	5,3	87,4	26,2	18,4	1,0
1999	41,1	5,0	4,3	10,4	126,5	30,9	15,1	0,6
2000	36,7	4,3	3,7	7,6	88,6	26,6	14,0	0,7
2001	37,9	3,6	3,0	8,9	84,9	26,1	17,1	0,7
2002	41,7	3,5	2,9	9,9	82,7	21,4	18,0	0,8
2003	38,9	2,9	2,3	9,6	72,5	18,5	22,9	0,9
2004	30,3	2,1	1,5	7,8	53,7	14,0	26,3	1,0
2005	19,2	1,4	1,0	7,5	55,8	11,8	31,7	0,8
2006	15,8	1,3	0,6	5,2	41,3	10,5	49,7	1,5
2007	14,1	1,2	0,1	3,8	32,4	9,4	93,3	3,5
2008	12,0	1,0	0,0	2,3	19,0	7,7	104,3	5,5
2009	12,2	1,3	-0,3	2,7	28,5	9,0	120,6	5,5
2010	12,0	1,3	-0,2	2,2	22,9	6,7	112,4	6,2
2011	12,1	1,2	-0,2	2,1	20,5	6,1	118,0	6,7
2012	14,1	1,3	-0,3	2,4	22,3	6,2	119,5	7,0

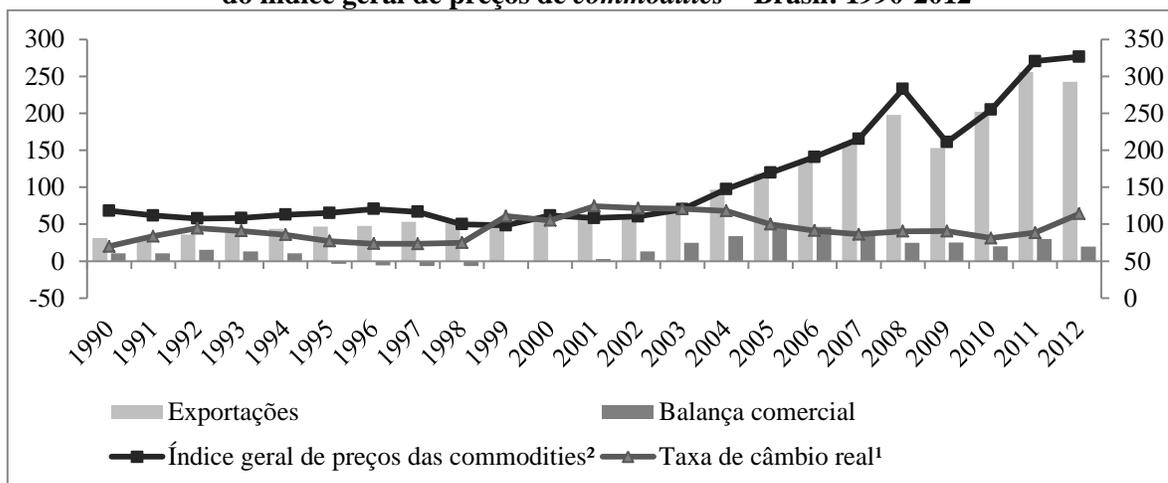
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Assim, a despeito do bom desempenho comercial sustentado pelos preços internacionais das *commodities* exportadas, a tabela 1 permite observar também que a balança de serviços e rendas é cronicamente deficitária, na qual o gasto com juros e a remessa de lucros e dividendos ao exterior, além das despesas com viagens internacionais, diretamente ligadas à apreciação cambial e ao aumento da renda interna, são determinantes.

A reversão no saldo em transações correntes em 2008 relaciona-se ao advento da crise financeira mundial, e, portanto uma piora no cenário internacional. Os resultados da balança comercial pioraram, bem como o déficit em serviços e rendas tornou-se maior, acarretando um novo saldo negativo em transações correntes. O saldo comercial, que foi superavitário em US\$ 40,0 bilhões no ano de 2007, reduziu-se para US\$ 24,8 bilhões em 2008 e US\$ 19,4 bilhões em

2012. Já no ano seguinte, a queda foi bastante significativa, registrando um superávit comercial de apenas US\$ 2,5 bilhões.

Gráfico 1 - Evolução das exportações e da balança comercial (US\$ bilhões), da taxa de câmbio real e do índice geral de preços de *commodities* – Brasil: 1990-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Ipeadata (2013).

Notas: ¹Taxa de câmbio efetiva real - INPC - exportações - índice (média 2005 = 100).

² Inclui o preço das *commodities* combustíveis e não combustíveis. Índice (média 2002 = 100).

Consequentemente, entre 2008 e 2012, o déficit em transações correntes passou de US\$ 28,2 bilhões para US\$ 54,2 bilhões, o que representou 2,4% do PIB brasileiro. Já em 2013, esse déficit ampliou-se para US\$ 81,4 bilhões, o equivalente a 3,7% do PIB, evidenciando um profundo agravamento das contas externas do país. Vale mencionar que projeções do FMI para o Brasil sinalizam recorrentes déficits em transações correntes no horizonte 2016, os quais devem se situar entre 3% e 3,6% do PIB²⁹. Isso implica, na prática, expressivo crescimento do passivo externo do país no médio prazo, o que, naturalmente, coloca o país em trajetória de risco crescente de crise cambial, financeira e real no futuro próximo.

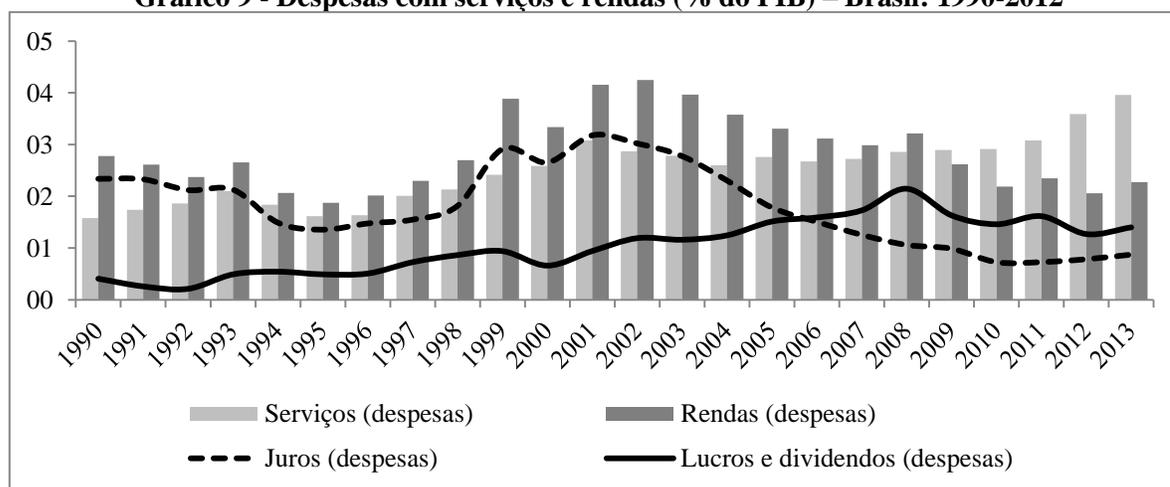
No que tange especificamente à balança de serviços e rendas, o gráfico 2 ilustra a evolução das despesas da conta, em proporção do PIB. Segundo o gráfico, embora os gastos com juros tenham reduzido sua parcela no PIB, a participação das remessas de lucros e dividendos elevou-se consideravelmente desde o início dos anos 1990, assim como as despesas com serviços.

²⁹ Ver FMI, *World Economic Outlook Reports. Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows*. Abril 2011. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01>.

Em valores correntes, as despesas com juros, que ao final de 1990 somavam cerca de 11 bilhões de dólares, somaram cerca de 18 bilhões em 2011 e 2012. Já as despesas com lucros e dividendos saltaram de cerca de 2 bilhões de dólares em 1990 para 40 bilhões em 2011, refletindo não apenas o processo de liberalização financeira com a intensificação dos fluxos de capitais estrangeiros, como também uma inserção internacional pautada no endividamento externo. Assim, torna-se claro que o Passivo Externo Líquido (PEL), que será discutido mais adiante, tem exercido forte pressão de custo à conta de serviços e rendas do balanço de pagamentos.

Em 2011, pela ótica das rendas, as despesas com IED, considerando lucros, dividendos e juros de empréstimos intercompanhias atingiram o maior valor desde o início da série histórica, 31 bilhões de dólares, enquanto as despesas referentes aos investimentos em carteira somaram 19,2 bilhões, também recorde histórico. Pela ótica dos serviços, as despesas também cresceram aceleradamente no período. Em 1990, as despesas dessa rubrica eram de aproximadamente US\$ 7,3 bilhões, e somaram 81 bilhões em 2012. A principal despesa que compõe essa rubrica é aquela relacionada às viagens internacionais, que totalizaram 22,2 bilhões em 2012, seguida de perto pela despesa com aluguel de equipamentos (US\$ 17,6 bilhões) e pela despesa com transportes (US\$ 14,2 bilhões).

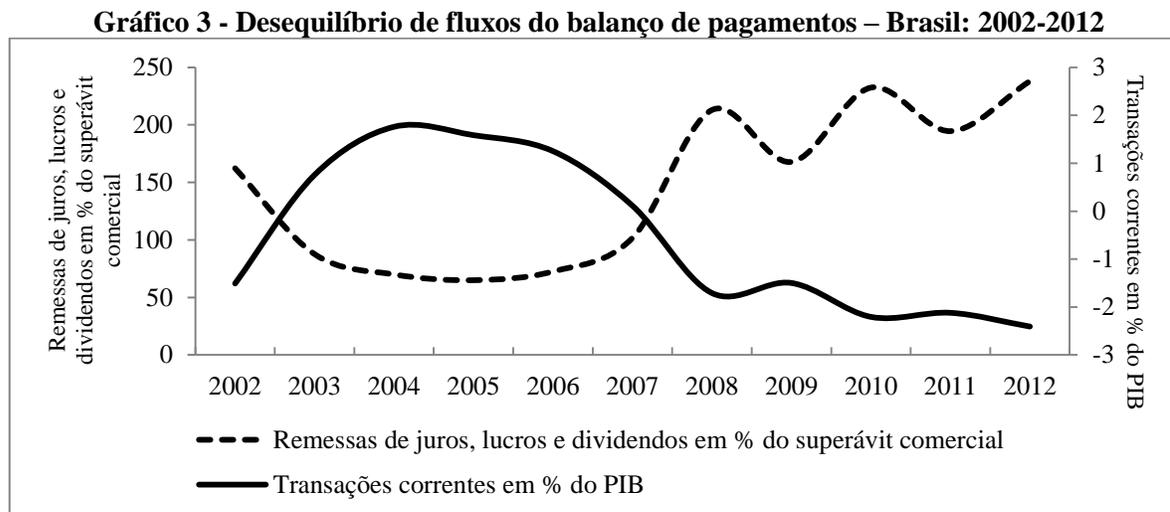
Gráfico 9 - Despesas com serviços e rendas (% do PIB) – Brasil: 1990-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Ipeadata (2013).

De acordo com Gonçalves (2012), dentre os indicadores mais expressivos da situação dos fluxos externos cabe destacar: (i) a relação entre o saldo da conta de transações correntes do balanço de pagamentos e o PIB, exposto anteriormente na tabela 1; e (ii) a relação entre as

remessas de juros, lucros e dividendos e o superávit da balança comercial de bens. O gráfico 3 ilustra esses indicadores.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Ipeadata (2013).

A evolução destes indicadores evidencia a forte deterioração dos fluxos externos a partir de 2007, fim da fase ascendente do ciclo econômico internacional. A relação entre as remessas de juros, lucros e dividendos e o superávit da balança comercial tem aumentado significativamente desde 2006, passando de 72,5% para 213% em 2008, e para 238% em 2012.

Com isso, constatou-se nesta seção que há um desequilíbrio estrutural da balança de serviços e rendas, que decorre principalmente da conta de juros e das remessas de lucros e dividendos que, para ser compensada, depende da geração de divisas pela balança comercial. No entanto, a incapacidade dos superávits comerciais cobrirem as despesas com o passivo externo revela a dinâmica entre desequilíbrios de fluxo e estoque.

Como argumentam Lacerda e Oliveira (2009), essa situação tende a criar uma restrição externa ao crescimento, na medida em que o financiamento do processo depende da liquidez do mercado internacional, das estratégias das empresas transnacionais, dos bancos e organismos internacionais, o que implica maior volatilidade de seus preços-chaves, notadamente as taxas de câmbio e de juros, impactando assim o nível de atividade econômica. Isto é, o crescimento econômico do Brasil passa a depender não somente das iniciativas locais, mas do interesse do direcionamento de recursos externos para o país, recursos os quais, aliás, que se traduzem em mais remessas futuras de divisas cambiais para o exterior, realimentando a deterioração do saldo

da conta de serviços e rendas nos períodos subsequentes, o que revela um quadro de elevada fragilidade externa, de vulnerabilidade a crises e mudanças no cenário internacional.

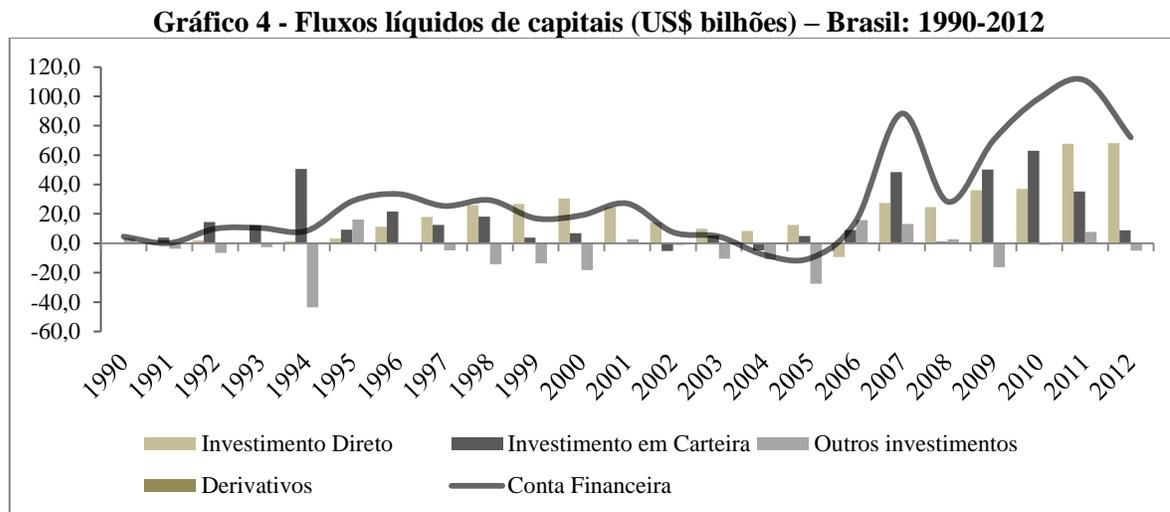
No que tange à evolução da conta capital e financeira do balanço de pagamentos do Brasil, nota-se que a conta capital, que registra o patrimônio de migrantes, a aquisição de marcas e patentes e outros bens não financeiros e não produzidos, representou ao longo de todo o período entre 1990-2012, menos de 1% do PIB brasileiro, sendo a conta financeira responsável por quase a totalidade dos recursos da conta capital e financeira (tabela 1).

Devido a pouca relevância da conta capital dentro da conta capital e financeira, quando se discute os impactos da liberalização financeira no país, são os investimentos que pertencem à conta financeira que merecem atenção, especialmente os investimentos diretos e os investimentos em carteira (*portfolio*).

Basicamente, os investimentos estrangeiros diretos (IED) apontam para o controle acionário durável de empresas, sob a forma de aquisição de propriedade, fusão, *joint venture* ou projetos *greenfield* (novos investimentos). Já os investimentos em *portfolio* buscam retornos rápidos, e têm como principais destinos ações de bolsa de valores, títulos públicos e privados. Os primeiros são da maior importância, pois, desde que voltados para projetos *greenfield*, representam aumento da capacidade produtiva do país que os recebe. De modo geral, o IED é um indicador da confiança dos investidores externos na economia nacional, uma vez que expressa a disposição de arriscar capital nessa economia. Por sua vez, os investimentos em carteira refletem menos a confiança na economia e mais a identificação de momentos propícios para ganhos rápidos e vultosos. Em decorrência de sua forte sensibilidade à taxa de juros e outras variáveis de curto prazo, estes foram cunhados como “capital volátil”.

A desregulamentação financeira, os ajustes macroeconômicos, as políticas de privatização e de atração de capitais adotadas pelos países em desenvolvimento, especialmente a partir dos anos 1990, somadas à busca de novos mercados pelas empresas multinacionais e novas oportunidades de investimento pelos agentes externos têm provocado um grande aumento nos fluxos de capitais para essas economias, entre elas o Brasil. Em 1990, a conta financeira registrava o saldo de US\$ 4,6 bilhões, ao passo que ao final da década, em 1998, esta já somava US\$ 29,4 bilhões.

O gráfico 4 mostra a tendência de crescimento dos fluxos de capitais, embora bastante oscilante no caso dos investimentos em *portfolio* e outros investimentos³⁰.



Após o Plano Real, há uma intensificação dos fluxos de capitais, resultado dos esforços governamentais para inserir ativamente o país na era da financeirização³¹. Destaca-se o aumento expressivo dos IEDs nesse período. Em 1990 o saldo líquido dos investimentos diretos na economia brasileira era de US\$ 364 milhões, tendo subido para US\$ 3,3 bilhões em 1995, e para US\$ 30,5 bilhões no ano 2000. A estabilização monetária veio confirmar o cenário receptivo aos novos fluxos, definido anteriormente pela abertura econômica e renegociação da dívida externa.

No entanto, com as crises mexicana (1995), asiática (1997), russa (1998), e a própria crise cambial brasileira (1999), verifica-se uma forte fuga de capitais de curto prazo que praticamente retornaram aos patamares do início da década, não deixando dúvidas sobre seu caráter volátil. Em 1994, os investimentos líquidos em carteira somavam US\$ 50,6 bilhões, e fecharam o ano seguinte em US\$ 9,2 bilhões. Em 1996, houve uma recuperação desses fluxos, que atingiram US\$ 21,6 bilhões. Com as crises asiática, russa e a brasileira, o saldo das aplicações em carteira caiu pra US\$ 3,8 bilhões em 1999, praticamente o mesmo montante de 1991.

³⁰ A rubrica “outros investimentos” abrange os créditos comerciais, empréstimos (inclusive amortização), moeda e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização (inclusive o uso de créditos no FMI, empréstimos do FMI e de outros organismos).

³¹ Para uma boa reflexão sobre a inserção do Brasil na lógica da financeirização global, ver Paulani (2012).

Com a consolidação do novo regime de câmbio iniciado em 1999, que contou com a forte alta da taxa Selic, chegando a 45% ao ano, os investimentos em carteira retornaram. Entre 2001 e 2002, houve uma nova saída de capitais do Brasil, explicada em grande parte pelo atentado de 11 de Setembro e pela crise argentina em 2001, e internamente, pela crise energética e de confiança em relação à política do governo durante as eleições presidenciais de 2002 (Efeito Lula), que gerou uma grande evasão de divisas. Ademais, o excesso de atenção ao controle da inflação, com a manutenção das taxas de juros muito elevadas, a falta de investimentos do setor público em setores estratégicos, a alta carga tributária, além da indefinição com respeito à atuação das agências reguladoras, desestimulou novos influxos de IED entre 2000-2006³².

Em 2007, houve uma grande elevação dos recursos no mercado financeiro brasileiro, e tanto os investimentos diretos quanto os em carteira apresentaram forte participação. Os investimentos diretos líquidos passaram de negativos US\$ 9,4 bilhões para mais de US\$ 27,5 bilhões, enquanto os investimentos em carteira saltaram de US\$ 9,1 para US\$ 48,4 bilhões em 2007. Esse resultado está diretamente relacionado à queda do risco-brasil, à boa remuneração dos títulos que atraem compradores estrangeiros, ao crescimento do mercado acionário devido principalmente ao bom desempenho das grandes empresas nacionais, e ao aumento da demanda interna com a popularização do crédito, que criou oportunidade para diversos setores da economia.

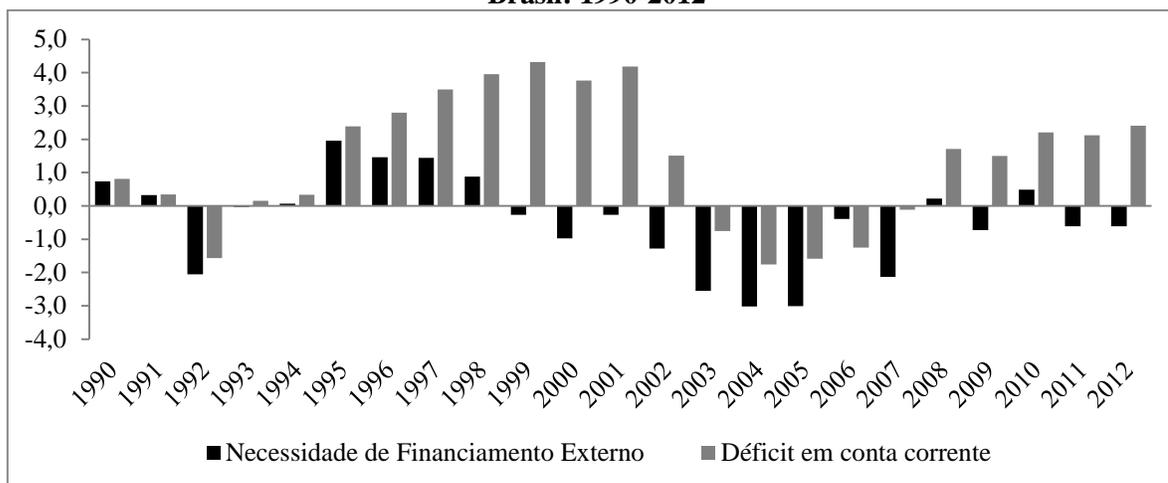
O crescente fluxo de capitais externos para o mercado financeiro brasileiro manteve-se até o último trimestre de 2008, reflexo da leve alta dos juros e das altas frequentes do índice Bovespa, que destacou mundialmente a bolsa brasileira. Contudo, com a crise financeira internacional, nota-se uma nova evasão de capitais, fluxo que se reverte logo no ano seguinte.

Por fim, no âmbito do financiamento externo, o gráfico 5 evidencia a relevância do IED como recurso compensatório dos déficits em transações correntes. Segundo a definição de Necessidade de Financiamento Externo (NFE) de Cysne e Grahl (2007), esta se obtém somando-se ao déficit em transações correntes o valor estimado do déficit dos investimentos diretos líquidos, ambos da forma como contabilizados no balanço de pagamentos do país em questão. Ou

³² Em 2005 a conta capital e financeira teve déficit de US\$ 9,5 bilhões, superior aos US\$ 7,5 bilhões do ano anterior. Contudo, nesse valor está computado o pagamento adiantado ao Fundo Monetário Internacional (FMI) de US\$ 15,5 bilhões em dezembro.

seja, correspondem à parcela do déficit de transações correntes não financiada pela entrada líquida de investimentos diretos.

**Gráfico 5 - Déficit em Conta Corrente vs. Necessidade de Financiamento Externo (% do PIB)
Brasil: 1990-2012**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

De acordo com o gráfico, nota-se uma importante inversão da NFE a partir de 1999, resultado não só de um elevado superávit na conta de investimentos diretos, mas da melhora na balança comercial propiciada principalmente pela depreciação cambial, que contribuiu para reduzir o déficit em transações correntes. Esse cenário perdura até 2008, quando são sentidos os impactos da crise financeira internacional, e o país volta a apresentar déficits em transações correntes, embora a deterioração da conta corrente seja visível desde 2006.

Contudo, embora em 2011 e 2012 a NFE tenha sido negativa, seria imprudente considerar a retomada de um cenário relativamente otimista de independência dos recursos voláteis de curto prazo para o financiamento externo, uma vez que em 2008 e 2010 essa modalidade de investimento foi fundamental para o equilíbrio do balanço de pagamentos brasileiro.

3.4.2 Esfera produtivo-real-tecnológica

No contexto de intensificação da globalização econômica, o processo de reestruturação da indústria brasileira, iniciado a partir dos anos 1990, trouxe consigo um fluxo expressivo de investimento estrangeiro direto, transformando o país em um dos principais polos de atração desse capital.

Pode-se dizer que o país se inseriu no processo de globalização por meio da adoção de um conjunto de medidas liberalizantes, com intuito de promover a abertura comercial e a desregulamentação do mercado interno. Ou seja, o Brasil adotou um programa de estabilização apoiado em uma estratégia de abertura financeira, em que foram retirados todos os obstáculos a livre movimentação dos fluxos de capitais, com a desregulamentação do mercado financeiro (JABBOUR; ACIOLY; MIGUEL, 2006).

A realização, pelo Brasil, de uma ampla liberalização comercial e financeira, especialmente pós-Real, teve por consequência uma valorização da taxa de câmbio, impactando as contas externas, uma vez que as importações foram estimuladas e as exportações se estagnaram, implicando déficits na balança comercial, os quais foram agravados pelo déficit histórico da balança de serviços e rendas, gerando déficits em transações correntes.

A maneira encontrada para financiar esses déficits foi a atração de capitais externos, mediante o aumento da taxa de juros acima do nível internacional, conduzindo a economia brasileira a uma situação de dependência dos movimentos de capitais, elevando a sua fragilidade e vulnerabilidade a choques externos.

Dessa forma, os influxos crescentes de IED na economia brasileira, a partir década de 1990, assumiram um papel preponderante no financiamento dos volumosos déficits em transações correntes e na sustentação da valorização cambial ocorrida após o Plano Real. Ressalta-se que na segunda metade dessa década, o IED superou o volume de ingresso de capitais de curto prazo.

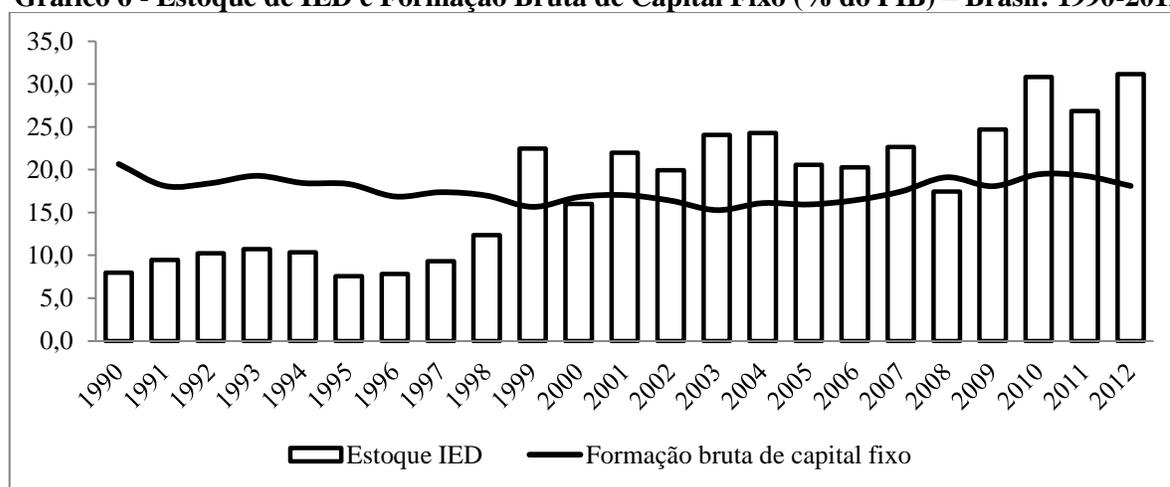
Os fluxos sucessivamente crescentes do IED nutriram o otimismo dos analistas que esperavam que essa forma de financiamento externo pudesse suprir a ausência de poupança doméstica e substituir com vantagem os fluxos de investimentos em carteira, cuja volatilidade tornou-se evidente depois da crise dos países asiáticos e da Rússia. Opostamente às aplicações financeiras dos residentes estrangeiros e dos empréstimos no exterior, o IED parecia oferecer uma fonte estável de financiamento externo, capaz de servir de apoio ao crescimento doméstico.

No entanto, principalmente na década de 1990, o que se verificou foi a canalização da maior parte desses investimentos para o setor de serviços, basicamente nos de utilidade pública, como resultado do processo de privatização e de desregulamentação apoiado pelo governo brasileiro, sob a forma de fusões e aquisições, não implicando aumento da capacidade produtiva nem geração de receitas adicionais de exportações (SAMBATTI; RISSATO; BRANDENBURG,

2011). O gráfico 6 revela a participação cada vez maior do IED na economia brasileira, além da evolução da formação bruta de capital fixo (FBCF).

O fato de a FBCF não acompanhar o crescimento do IED evidencia a sua tímida contribuição para o aumento da taxa de investimento na economia. Apesar do considerável aumento do fluxo de IED, a partir da segunda metade da década de 1990, implicando em um estoque cada vez mais elevado, a taxa de investimento (FBCF/PIB) na economia brasileira tem oscilado entre 21 e 18%, desde 1990.

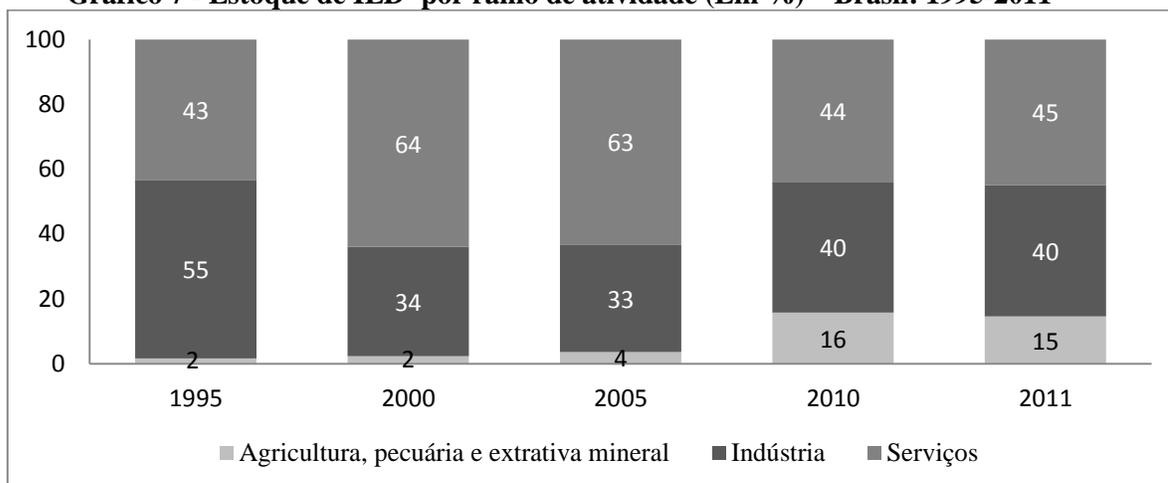
Gráfico 6 - Estoque de IED e Formação Bruta de Capital Fixo (% do PIB) – Brasil: 1990-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Banco Mundial (2013).

Conforme supracitado, o gráfico 7 ilustra a participação preponderante do IED no setor de serviços, 45%. A concentração do IED no setor de serviços significa que o capital estrangeiro que vem ao país nessa modalidade de investimento, acaba, na sua maior parte, contribuindo para a deterioração do saldo em transações correntes, uma vez que impacta negativamente a balança de serviços e rendas não gerando, porém, receita adicional exportadora. Além disso, esse perfil dos fluxos de IDE não oferece uma contribuição significativa do ponto de vista do aprofundamento da estrutura industrial.

No que tange ao perfil da estrutura produtiva brasileira, a evolução recente da balança comercial permite resgatar um tema bastante caro em economia, que é a importância de se ter uma política industrial eficiente e consistente no longo prazo, orientada ao afrouxamento das restrições externas e, portanto, na criação de uma estrutura produtiva que resista, ou que seja menos vulnerável aos choques na economia internacional.

Gráfico 7 - Estoque de IED¹ por ramo de atividade (Em %) – Brasil: 1995-2011

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013). ¹Participação no capital.

A dinâmica setorial desempenha um papel central na tradição estruturalista do pensamento econômico, segundo a qual o crescimento é visto como o resultado do sucesso na administração de uma transformação dinâmica das estruturas de produção. Mais especificamente, a industrialização, na tradição estruturalista, desempenha um papel importante em uma economia autônoma, tanto por causa de sua centralidade na criação de ligações intersetoriais, que podem levar maiores estímulos endógenos ao crescimento, como por representar uma fonte de bens de capital produzidos localmente e de tecnologia.

Neste sentido, Ocampo (2005) aponta que as transformações das estruturas de produção e o papel dos padrões de especialização são cruciais para o entendimento do processo de crescimento econômico dos países em desenvolvimento. De forma que o crescimento a longo prazo pode ser visto como uma sequência de surtos de crescimento setoriais resultantes de processos de inovações e de transformações estruturais de produção por eles induzidas.

Lall (2000) assegura que, de modo geral, estruturas intensivas em tecnologia são mais benéficas para o crescimento das exportações e para o desenvolvimento industrial, pois (i) atividades caracterizadas pela rápida inovação de produto comumente apresentam crescimento da demanda mais acelerado do que atividades menos dinâmicas; (ii) atividades intensivas em tecnologia são menos vulneráveis à entrada de competidores do que atividades de baixa tecnologia em que os requerimentos de escala, conhecimento e tecnologia são menores, (iii) atividades intensivas em tecnologia apresentam maiores potenciais de aprendizado e

produtividade ao longo do tempo, além de maiores benefícios do tipo *spillovers* para outros setores de atividade, em relação a atividades mais simples.

Carbinato e Corrêa (2009) sintetizam o processo de reestruturação produtiva que marcou a economia brasileira nas últimas décadas, cujas principais características são: (i) a desestruturação das cadeias produtivas e (ii) a especialização em bens de menor intensidade tecnológica, cujas consequências são o aumento da vulnerabilidade da economia a choques externos, uma vez que os preços de *commodities* e outros bens de menor intensidade tecnológica são os primeiros a declinar em momentos de desaceleração econômica, (iii) aumento da rigidez da pauta importadora, além de uma nova intensificação da relação de dependência entre investimentos produtivos e capacidade de importar.

Tendo isso em vista, torna-se mister discutir as eventuais mudanças ocorridas na estrutura industrial do país, a fim de apontar qual o padrão de especialização da indústria brasileira.

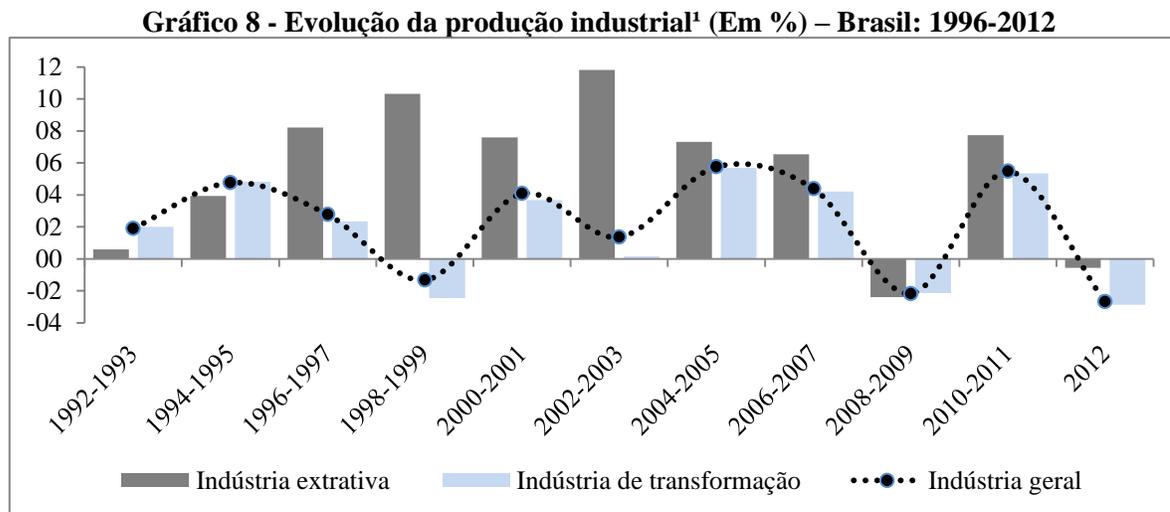
Em primeiro lugar, é interessante notar que a produção na indústria de transformação tem apresentado, historicamente, um menor dinamismo em relação à produção no segmento extrativo-industrial. Como ilustrado no gráfico 8, a indústria de transformação cresceu a taxas médias bastante inferiores às observadas na indústria extrativa, o que acabou se refletindo no crescimento da indústria geral. Ao longo de todo o período analisado, a indústria de transformação cresceu à média anual de 2,1%, enquanto a extrativa cresceu à taxa média de 5,8%. Como resultado, o crescimento médio da indústria geral no período foi de apenas 2,4%, haja vista que a representatividade da indústria de transformação no valor da produção total é ainda bastante superior à indústria extrativa.

Em que pese essa maior representatividade da indústria de transformação na indústria geral, utilizando o conceito de valor da transformação industrial (VTI)³³, constata-se facilmente que, desde 1996, a indústria extrativa vem ganhando espaço no VTI total, enquanto a indústria de transformação segue no sentido oposto.

Como ilustrado no gráfico 9, o peso relativo da indústria de transformação no VTI seguiu tendência de queda ao longo de todo o período analisado, cedendo seu espaço para a indústria extrativa. A primeira, que, em 1996, representava aproximadamente 98% da produção industrial, teve sua participação reduzida para 90,5% em 2011, enquanto a indústria extrativa saltou de 2%

³³ Conforme a definição do IBGE, o valor da transformação industrial (VTI) corresponde à diferença entre o valor bruto da produção industrial (VBPI) e o custo com as operações industriais (COI). A série inicia-se em 1996.

para 9,5%. Além disso, o gráfico parece evidenciar uma aceleração dessas tendências entre 2004 e 2005, precisamente quando se aprofundava o movimento de apreciação da moeda brasileira.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE-PIM (2013).

¹Índice *quantum* médio dessazonalizado. Variação (%) ano anterior. Base 2002.

A fim de verificar detalhadamente mudanças na estrutura produtiva industrial, os diversos segmentos, tanto da indústria de transformação quanto da extrativa, aparecem, na sequência, classificados por tipo de tecnologia empregada na produção, conforme a tipologia sugerida pela OECD (1987), inspirada pela taxonomia clássica de Pavitt (1984). Esta taxonomia baseia-se em uma análise de fatores específicos dentro de setores, tais como os regimes tecnológicos dominantes, as características estruturais, a origem da inovação, os tipos de resultados, as formas de apropriação e possibilidades de diversificação tecnológica. Cada tipo de tecnologia associa-se ao fator principal que estabelece o posicionamento competitivo das empresas e setores no curto e no longo prazo. Nestes termos, têm-se os seguintes grupos de produtos ou segmentos industriais principais:

- a) Produtos primários: agrícolas, minerais e energéticos;
- b) Indústria intensiva em recursos naturais: o fator principal de competitividade é o acesso a recursos naturais abundantes existentes no país. Encontram-se nesse grupo as indústrias de produtos alimentícios, de bebidas e de tabaco; de produtos de couro, exceto calçados e vestuário; de produtos de madeira, cortiça e material trançado, exceto móveis; de celulose, papel e papelão; de refino de petróleo; de produtos

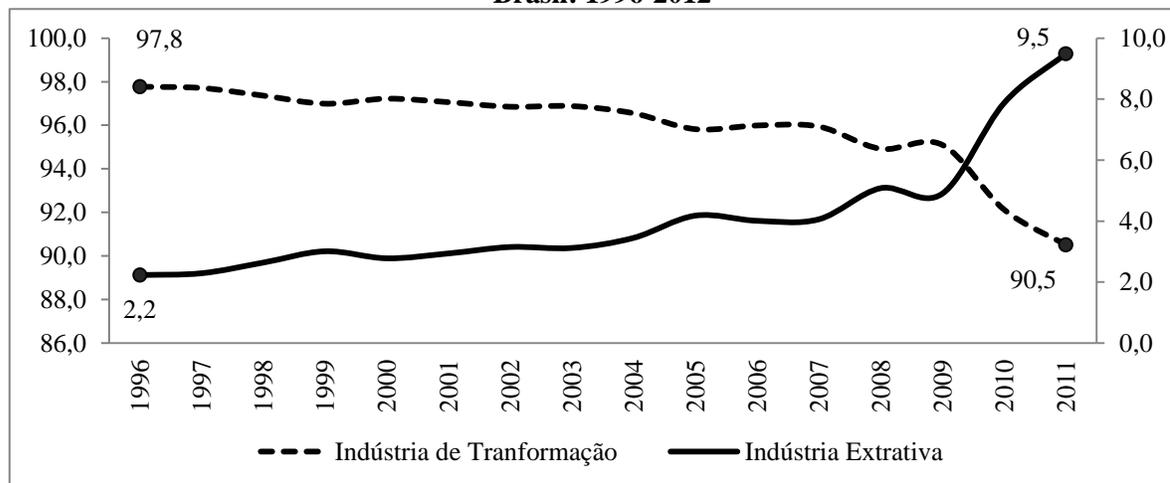
diversos de petróleo e carvão; de produtos de minerais não metálicos, bem como a indústria básica de metais não ferrosos;

- c) Indústria intensiva em trabalho: o fator mais relevante de competitividade é a disponibilidade de mão de obra com custos reduzidos relativamente a outros países. Inclui a indústria têxtil, de vestuário e de calçados; de móveis; de produtos de metal e suas partes, exceto máquinas e equipamentos; e outras indústrias de transformação;
- d) Indústria intensiva em economias de escala: as plantas produtivas são caracterizadas por indivisibilidades tecnológicas e, com isso, o principal fator de competitividade é a possibilidade de explorar ganhos por produzir em grande escala. Nesse grupo, estão as indústrias: de produtos de papel, impressão e publicação; de produtos químicos; de produtos da borracha; de produtos plásticos; de produtos cerâmicos, de porcelana, de argila e de vidro; de produtos básicos de ferro e aço e de veículos e equipamentos de transporte, exceto os da aviação;
- e) Indústria de tecnologia diferenciada ou de fornecedores especializados: o principal fator de competitividade é a adaptação do produto à demanda, de padrões diversos. Incluem-se aqui as empresas: de motores e turbinas; de máquinas e equipamentos agrícolas; de máquinas e equipamentos especiais; de máquinas e equipamentos não elétricos não classificados em outro lugar; de maquinário elétrico, aparelhos elétricos, eletrodomésticos e materiais elétricos; de material fotográfico, ótico e relógios;
- f) Indústria intensiva em ciência ou P&D: o principal fator de competitividade é a rápida aplicação dos avanços científicos às tecnologias industriais. Nesse grupo, estão as empresas: de produtos farmacêuticos, de produtos eletrônicos; de material de escritório, computação, e máquinas de contabilidade; e indústria aeronáutica.

Basicamente, os setores intensivos em escala, de tecnologia diferenciada e baseada em ciência, ao possuírem, salvo exceções, maior intensidade na relação capital/trabalho e maior sofisticação tecnológica em seus processos produtivos, têm maior capacidade de promover efeitos de encadeamento para frente e para trás e, portanto, de gerar maiores efeitos multiplicadores de renda e emprego, bem como de produzir e difundir inovações para o restante da economia. Por outro lado, os setores intensivos em recursos naturais e trabalho têm maior

capacidade de gerar empregos diretos. Nesse sentido, diversas pesquisas recentes têm evidenciado que os setores com tecnologia diferenciada e baseada em ciência aparecem, particularmente, como os principais determinantes da maximização dos ganhos de produtividade nas economias e pela sustentação do crescimento econômico no longo prazo³⁴.

**Gráfico 9 - Composição do valor da transformação industrial por setor de atividade (Em %)
Brasil: 1996-2012**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE-PIA (2013).

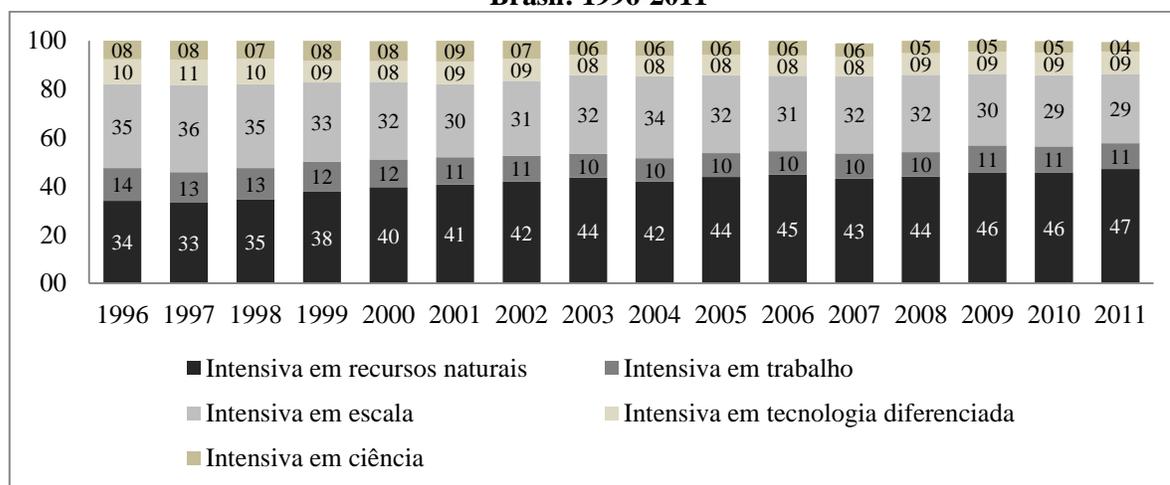
Sob este prisma e com base na tipologia descrita anteriormente, o gráfico 10 informa sobre a evolução da estrutura produtiva da economia brasileira entre 1996-2011, conforme a participação dos setores industriais com tecnologia no VTI (desconsidera-se, portanto, os produtos primários). A agregação foi realizada com base nos dados da Pesquisa Industrial Anual (PIA) realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)³⁵.

³⁴ McKinsey Global Institute (2001), Jorgenson, Ho e Stiroh (2002) e Brynjolfsson e Hitt (2003), por exemplo, apontam que as elevadas taxas de crescimento da produtividade e a sustentação do crescimento econômico nos Estados Unidos a partir de meados da década de 1990 estão relacionadas às taxas mais elevadas de investimento nos setores de tecnologia da informação e de comunicação. Reinert (1999) observa que um aspecto comum a todas as estratégias bem-sucedidas de *catching-up* adotadas pelos países atualmente industrializados está no adiamento da adoção de práticas de livre-comércio, até que essas nações tenham desenvolvido vantagens comparativas nas atividades econômicas “certas” (aquelas baseadas em capacitações e conhecimento, não em recursos naturais). Chang (2009), ao analisar as experiências recentes dos países asiáticos dinâmicos, especialmente a Coreia do Sul, chega a conclusões semelhantes às de Reinert (1999).

³⁵ Há entre o período analisado um corte metodológico nos dados. A partir de 2008 a PIA deixou de ser apresentada de acordo com a Classificação Nacional de Atividades Econômicas 1.0 (CNAE 1.0) e passou a ser divulgada com a nova CNAE 2.0. Dessa forma, a partir de 2008, foi preciso, primeiro, fazer a conversão da CNAE 2.0 para a 1.0 e, então, seu agrupamento por intensidade tecnológica. Cabe ressaltar que a conversão pode não ser perfeita e contém certo grau de arbitrariedade, de modo que a transição entre 2007 e 2008 deve ser analisada com cautela. A tabela de

Pode-se apreender rapidamente do gráfico 10 que o grupo de atividades intensivas em recursos naturais ganhou espaço de forma bastante significativa no VTI do país, haja vista que, em 1996, a participação do grupo era de 34% e, em 2011, este representou cerca de 47% do VTI. Por outro lado, verifica-se que os setores intensivos em escala e ciência têm reduzido sua contribuição. Enquanto o primeiro era, em 1996 e 1997, o setor de maior contribuição no VTI do país, representando acerca de 35% e 36% deste, respectivamente, teve sua participação reduzida gradativamente nos anos subsequentes, registrando, em 2011, valor inferior a 30%.

**Gráfico 10 - Composição do valor da transformação industrial por setor industrial (Em %)
Brasil: 1996-2011**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE-PIA (2013).

Em relação ao setor intensivo em ciência, embora este tenha ampliado sua participação no valor da produção industrial entre 1996 e 2001, ano em que assinalou 8,6% do VTI, seguiu, a partir daí, tendência de queda até 2011, quando contribuiu com apenas 3,9% da produção na indústria. No que tange aos setores intensivos em trabalho e tecnologia diferenciada, apesar da leve queda observada entre o início e o fim do período, eles mantiveram, em média, o mesmo patamar de participação no valor da produção industrial.

Sobre o maior peso relativo do setor intensivo em recursos naturais no VIT do período, cabe ressaltar a *performance* das atividades relacionadas à fabricação de coque, de produtos derivados do petróleo (refino) e de biocombustíveis, cuja participação dobrou entre o início e o fim do período, passando de 7 para 14%, e do ramo relacionado à extração de minerais metálicos,

no qual se observa um salto de cerca de 1,5 para 7,6% entre 1996 e 2011. Além de representar o progresso tecnológico nesses ramos produtivos e a abundante disponibilidade de matéria-prima básica como principal fator de competitividade, o crescimento parece estar diretamente relacionado aos picos de preços das *commodities* energéticas e minerais observados na última década no mercado internacional, além, é claro, da forte demanda dos países asiáticos, que provavelmente influenciaram o nível de produção nesses segmentos.

Nos setores intensivos em trabalho, a principal mudança estrutural parece ter ocorrido na fabricação de produtos têxteis, que tem perdido espaço no VTI ao longo do período. Em 1996, por exemplo, a parcela relativa a essa atividade era em torno de 3,3% e, a partir de meados do ano 2000, a participação desse ramo passou a declinar consideravelmente, registrando, em 2011, menos de 1,6% do VTI. Esse processo pode ser reflexo da ampliação da concorrência com os manufaturados têxteis asiáticos, os quais têm uma grande vantagem competitiva devido à abundância do fator trabalho. Nos setores intensivos em escala, embora diversos ramos tenham apresentado ligeiras reduções de participação no VTI, destaca-se a importância do segmento produtor de veículos automotores, reboques e carrocerias para a indústria brasileira, o qual, inclusive, ampliou seu peso relativo entre 1996 e 2011, passando de 8% para 10%.

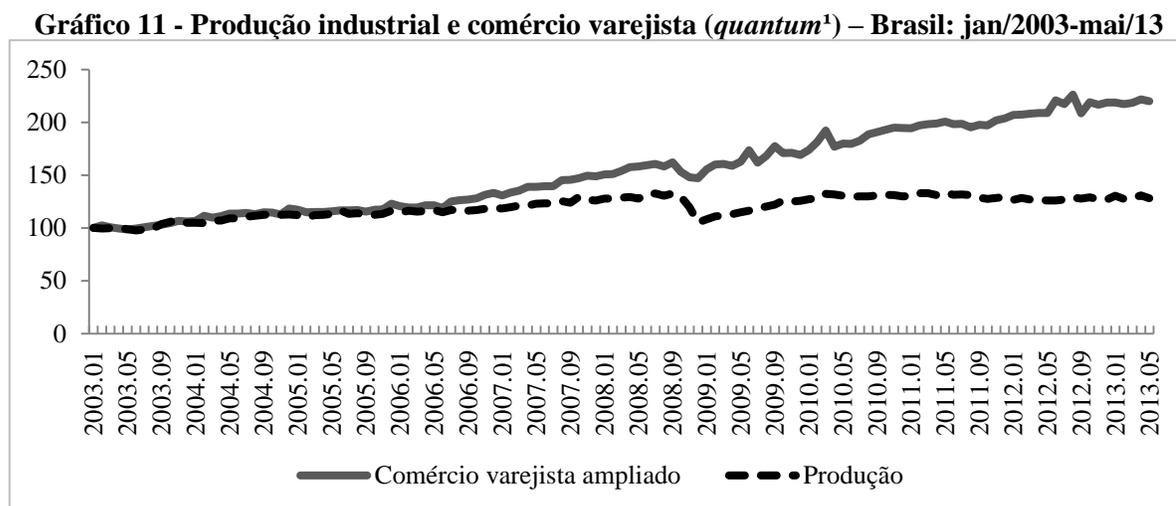
Dentro do grupo de indústrias intensivas em tecnologia diferenciada, o principal segmento é o de fabricação de máquinas e equipamentos, que embora tenha reduzido sua participação no VTI de 6,9% em 1996 para 5,75% em 2011, ainda mantém uma parcela relativamente elevada. Do lado da indústria intensiva em ciência, o destaque fica para a fabricação de material eletrônico e de aparelhos e equipamentos de comunicações e para o segmento de produtos farmoquímicos e farmacêuticos. Ambos os segmentos representavam no início do período, acerca de 3,5% do VTI, mas tiveram suas participações reduzidas para 2% e 1,4% respectivamente.

Em síntese, a análise da estrutura do valor da transformação industrial segundo parâmetros tecnológicos, evidencia mudanças especialmente nos extremos dos setores industriais. Em uma ponta, a indústria intensiva em recursos naturais vem ampliando significativamente sua importância no valor da transformação industrial, superando o peso relativo do setor intensivo em escala e ficando bem próxima da metade do total da indústria. Na outra ponta, a indústria intensiva em ciência segue perdendo espaço.

3.4.3 Esfera comercial

Após verificar o perfil da estrutura produtiva, pretende-se, nesta seção, analisar a estrutura de comércio do Brasil com o resto do mundo e verificar se houve mudanças no padrão de especialização internacional da indústria brasileira.

Antes de abordar a questão da estrutura de comércio, é interessante verificar a relação entre o desempenho da produção industrial e o comércio varejista. Conforme mostra o gráfico 11, a partir de meados de 2006, inicia-se um processo de descolamento dos índices *quantum* da produção industrial e do comércio no varejo. A partir de 2010, verifica-se que o *gap* entre os dois tem se tornado cada vez maior, devido à estagnação da produção na indústria.

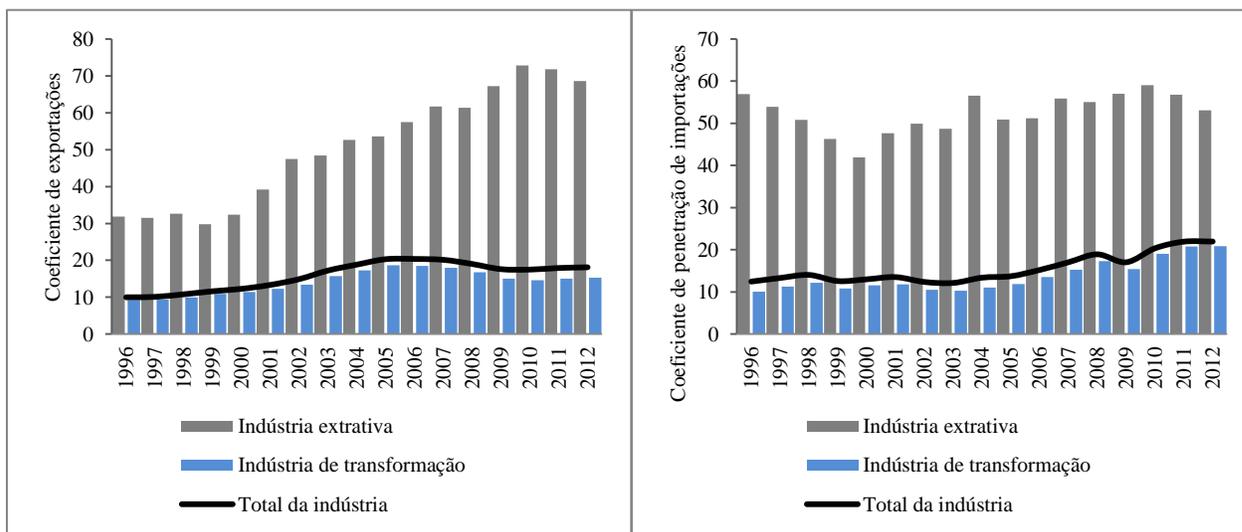


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE-PIM. ¹Índice *quantum* trimestral médio. Base jan/2003.

Este processo pode, entre outros fatores, encontrar explicação no aumento do coeficiente de penetração das importações (valor das importações sobre o valor do produto doméstico do setor industrial), que passou de 15,2% em 2006 para 20,4% em 2010, e para 22% em 2012 (vide gráfico 12). Com efeito, deve-se considerar que desde 2003, anos seguidos de apreciação cambial podem ter levado as empresas domésticas a um comportamento defensivo, substituindo bens de capital e insumos por produtos importados. O coeficiente de exportações da indústria, por sua vez, segue trajetória oposta, passando de 20,4% em 2006 para 17,5% em 2010, e elevando-se ligeiramente em 2012, para 18,1%.

Em relação ao comportamento da taxa de câmbio e dos coeficientes de exportação e importação, pode-se observar, coincidentemente ou não, que, ao longo da trajetória de depreciação cambial – 1996 a 2001 –, o coeficiente de exportações da indústria seguiu trajetória ascendente, enquanto o de importações manteve-se no mesmo patamar. Por outro lado, no período de apreciação cambial – 2004 a 2010 –, os coeficientes de exportação declinaram, ao passo que os coeficientes de importação se elevaram aceleradamente.

Gráfico 12 - Coeficientes de exportações e penetração de importações¹ (Em %) – Brasil: 1996-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Funcex (2013). ¹Coeficientes de abertura comercial a preços constantes de 2007.

Além disso, cabe destacar, com base no gráfico 12, o comportamento distinto dos coeficientes de exportação e importação quando se analisa a indústria por setor de atividade. Entre 1996 e 2012, o coeficiente de exportações na indústria extrativa cresceu sucessivamente, passando de 32% em 1996 para valores superiores a 70% no último triênio, enquanto o coeficiente de importações manteve-se no patamar dos 50, 55%. Além do bom desempenho no mercado internacional, estes dados evidenciam um elevado grau de abertura externa da indústria extrativa. Por outro lado, o coeficiente de exportações na indústria de transformação, que cresceu entre 1996 (9,2%) e 2005 (18,7%), passou a declinar a partir daí, estacionando no patamar de 15% em 2011 e 2012. O coeficiente de importações deste setor, por sua vez, passou de 10% em 1996 para 22% em 2012, superando, desde 2008, o coeficiente de exportações.

Em suma, o gráfico 12 parece evidenciar uma perda de competitividade da indústria de transformação no comércio internacional, uma vez que seus coeficientes de exportação têm se

reduzido, enquanto os coeficientes de penetração de importações no setor têm se elevado. No caso da indústria extrativa ocorre o oposto, isto é, seus coeficientes de exportação têm superado cada vez mais os coeficientes de importação, sugerindo um ganho de competitividade externa do setor.

No que tange aos determinantes da competitividade do comércio internacional, suas teorias apresentam em comum a discussão sobre a especialização comercial como um elemento fundamental para que as economias possam usufruir dos benefícios do comércio exterior e para que as exportações possam gerar saldos positivos na balança comercial. Contudo, a diferença entre as teorias está na evolução das Novas Teorias do Comércio Internacional e da Teoria Evolucionista em relação àquelas mais tradicionais, como a Clássica e o modelo Hechscher-Ohlin (H-O), sobretudo pela consideração de que o progresso tecnológico é superior às vantagens comparativas naturais e às diferenças de dotação de fatores como fator determinante dos padrões comerciais. Cabe ressaltar que, no atual estágio de desenvolvimento capitalista, os fatores ligados à tecnologia condicionam as vantagens comparativas dos países e os padrões de comércio internacional de forma muito superior à dotação de fatores naturais, propostos por autores tradicionais como Ricardo e como o modelo H-O (HERMINIDA; XAVIER, 2012).

De fato, o conteúdo tecnológico dos produtos importados e exportados exerce papel central na viabilização do crescimento dos países no longo prazo. Enquanto a literatura keynesiana enfatiza a importância do aumento das elasticidades-renda das exportações e a queda nas elasticidades-renda das importações como forma de superar a restrição do balanço de pagamentos, a literatura neo-schumpeteriana destaca a importância da tecnologia para o crescimento sustentado dessas economias. Se do ponto de vista macroeconômico são os superávits comerciais que contam para o crescimento sustentado no longo prazo, do ponto de vista microeconômico é a intensidade tecnológica dos produtos comercializados que sustenta o resultado comercial positivo ao longo do tempo (JAYME JUNIOR; RESENDE, 2008).

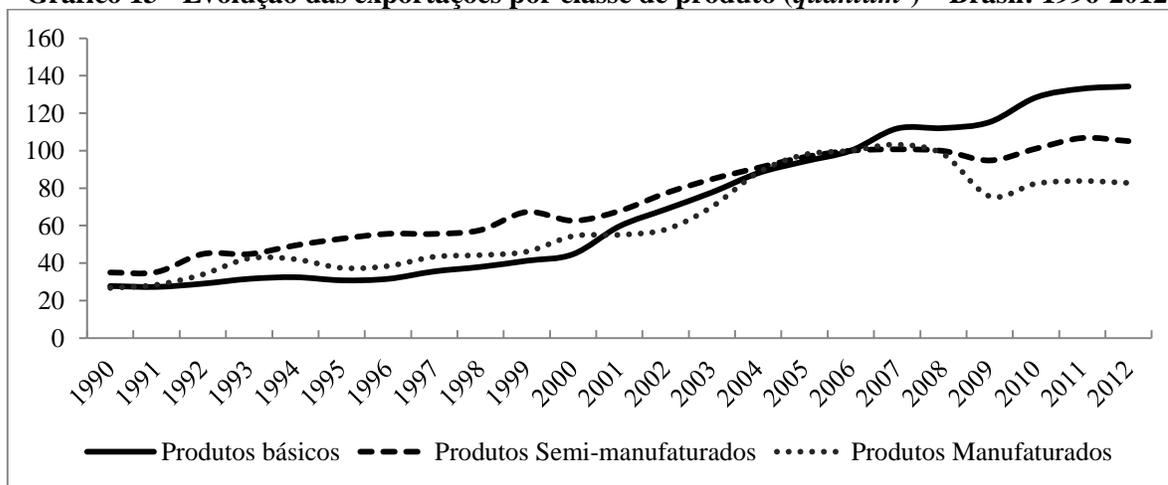
Nesse particular, vale resgatar Ocampo e Parra (2006), que, empiricamente, esclarecem sobre a existência de correlação entre padrões de especialização e crescimento econômico em países em desenvolvimento. Suas evidências empíricas mostram que o crescimento econômico no mundo em desenvolvimento está negativamente correlacionado com a dependência contínua das exportações de bens primários e intensivos em recursos naturais, mesmo quando esses países conseguem aumentar seu *market share* nesses setores; positivamente correlacionado com a

diversificação em direção a produtos manufaturados de média e alta tecnologia; e sem nenhum padrão claro quando se trata de sua correlação com as exportações de produtos manufaturados de baixa tecnologia.

Sob essa perspectiva, os dados recentes da balança comercial brasileira não podem ser vistos com otimismo. Apesar da *performance* comercial relativamente animadora da última década, as características estruturais das trocas do país e, conseqüentemente, de parte relevante da restrição externa, revelam uma sistemática tendência à concentração, pelo lado das exportações, em mercados de baixa elasticidade-renda e de pouco dinamismo tecnológico, enquanto pelo lado das importações nota-se um enrijecimento da pauta com acréscimo das importações em setores mais sofisticados tecnologicamente, processo este que resulta da reestruturação produtiva dos anos 1990.

A análise por classe de produto revela que as exportações, em *quantum*, dos produtos básicos ultrapassaram as exportações de manufaturados a partir de 2001, e, desde 2007, têm superado também a quantidade de produtos semi-manufaturados (gráfico 13).

Gráfico 13 - Evolução das exportações por classe de produto (*quantum*¹) – Brasil: 1996-2012



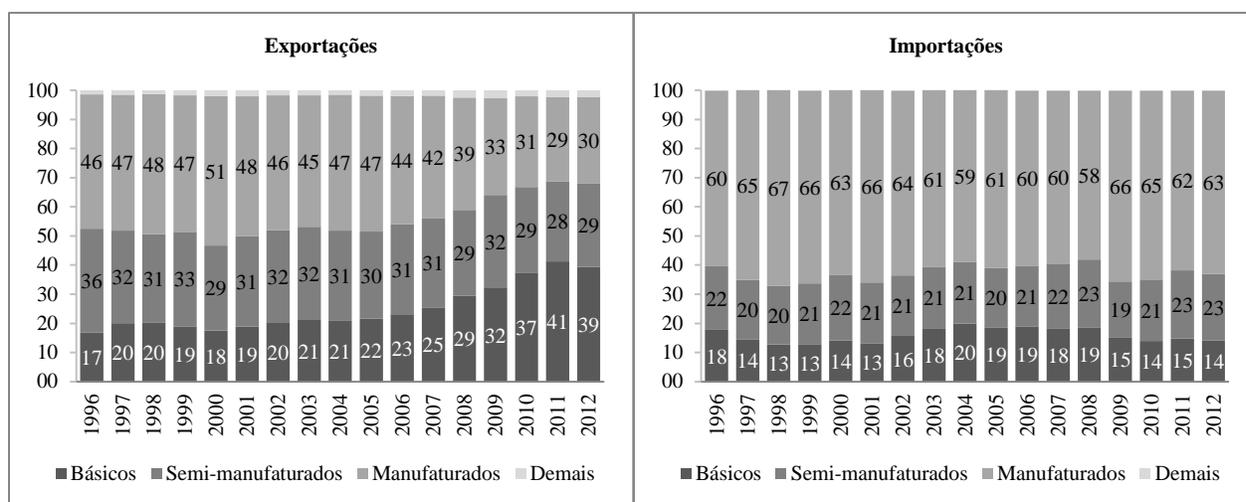
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Funcex (2013). ¹Índice *quantum* anual. Base: 2006=100.

Na mesma classificação por classe, mas considerando a parcela de cada item no valor total da pauta de exportações e importações, pode-se verificar que a participação dos produtos manufaturados no valor das exportações tem seguido forte tendência de queda (gráfico 14). Entre 1996 e 2005 a parcela dos produtos manufaturados no valor das exportações oscilava entre 45 e 50%, quando passou a se reduzir consecutivamente, fechando 2012 com 30% de participação. Os

produtos básicos, por sua vez, representavam 17% do total exportado em 1996, e atingiram o patamar dos 40% no biênio 2011-2012.

Do lado das importações, o percentual correspondente aos produtos manufaturados tem sido, historicamente, de 60 a 66%, enquanto a parcela relativa aos semi-manufaturados tem variado entre 20 e 23% do total. As importações de produtos básicos, por sua vez, têm se reduzido consecutivamente desde meados dos anos 2000, passando da faixa dos 20% para 14% ao final do período.

**Gráfico 14 - Evolução das exportações e importações por classe de produto (Em % do total)
Brasil: 1996-2012**



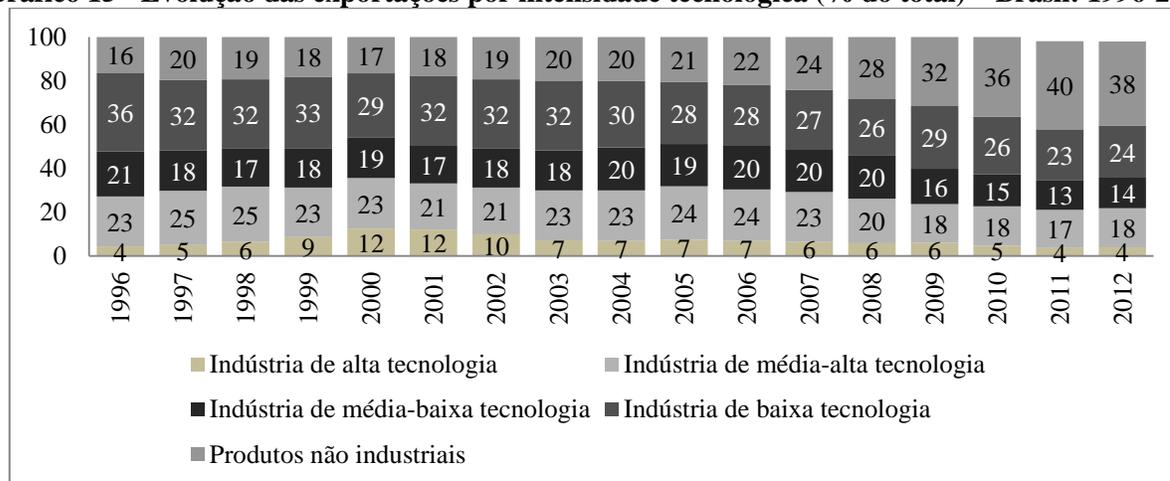
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Funcex (2013).

A tendência de deterioração do padrão de comércio é reforçada pela análise das exportações e importações segundo a intensidade tecnológica. Conforme o gráfico 15, a participação relativa das exportações dos produtos industriais altamente intensivos em tecnologia, que seguiu tendência ascendente até o ano 2000, quando representava 12,4% do valor exportado, reverteu sua trajetória, assinalando 3,8% em 2012. No mesmo período, os produtos de média-alta tecnologia também perderam participação, de forma mais moderada, passando de 22,8% em 1996 para 17,9% em 2012.

Na outra ponta, os produtos não industriais tiveram sua participação elevada de 16,4% no início do período, para 40% em 2011, recuando dois pontos percentuais no ano seguinte. Boa parte das vendas nessa categoria teve como destino o mercado asiático, cujos países apresentaram elevadas taxas de crescimento econômico no período. Por outro lado, a queda das vendas de

produtos manufaturados, agravada no pós-crise de 2008, deve-se em grande medida à recessão nas economias da zona do Euro.

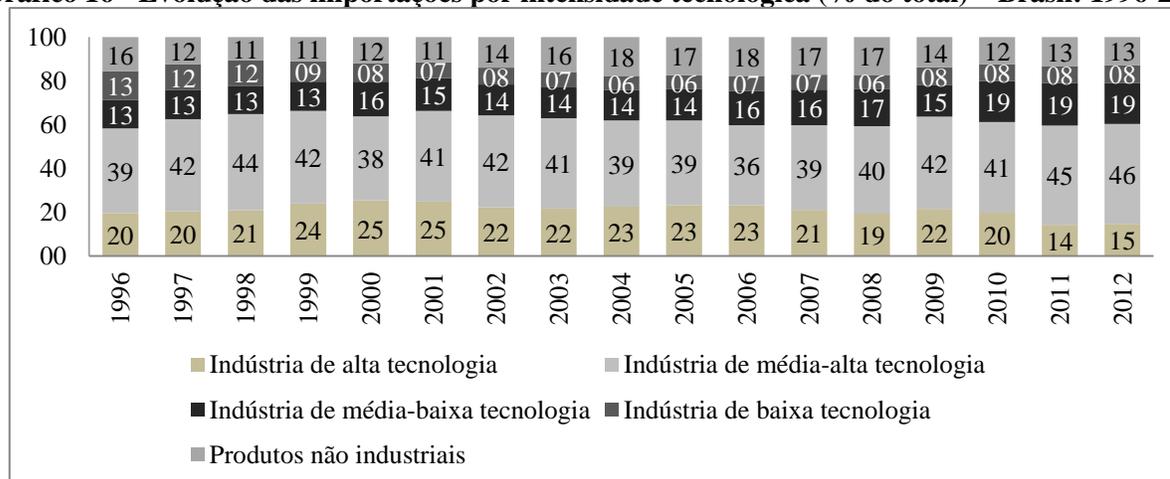
Gráfico 15 - Evolução das exportações por intensidade tecnológica (% do total) – Brasil: 1996-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Secex/MDIC (2013).

Dessa forma, no último quadriênio, os produtos não industriais e industriais de baixa intensidade tecnológica foram responsáveis por mais de 60% do valor exportado pelo Brasil, tornando evidente o baixo dinamismo tecnológico que caracteriza a estrutura de comércio do país. Segundo os mesmos critérios de intensidade tecnológica, as importações revelam características qualitativamente opostas às verificadas nas exportações, isto é, ao longo de todo o período analisado, cerca de 60% das importações correspondem a produtos de alta e média-alta intensidade tecnológica (gráfico 16).

Gráfico 16 - Evolução das importações por intensidade tecnológica (% do total) – Brasil: 1996-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Secex/MDIC (2013).

É interessante verificar também os reflexos da estrutura produtiva, demonstrada acima, por origem e tipo de tecnologia empregada na produção, no comércio exterior. A tabela 3 mostra os saldos comerciais da indústria brasileira de acordo com a classificação por parâmetros tecnológicos, incluindo os produtos primários, entre o período 1996-2012.

**Tabela 3 - Saldo setorial do comércio internacional (US\$ milhões)
Brasil: 1996-2012**

Ano	Produtos primários	Intensiva em recursos naturais	Intensiva em trabalho	Intensiva em escala	Tecnologia diferenciada	Intensiva em ciência
1996	-1,474	5,441	984	1,685	-5,123	-7,741
1997	2,026	4,579	837	1,122	-7,354	-8,863
1998	2,962	3,975	869	644	-7,773	-7,890
1999	2,734	5,337	1,560	1,810	-6,816	-6,730
2000	1,734	3,561	2,084	2,799	-5,821	-6,157
2001	3,670	6,471	2,442	1,866	-7,522	-5,426
2002	4,917	9,311	2,717	4,341	-5,367	-3,760
2003	6,699	13,225	3,722	7,467	-2,912	-4,553
2004	7,780	16,492	4,350	10,674	-591	-6,336
2005	11,853	20,444	4,242	14,595	-1,311	-7,072
2006	14,543	23,649	3,754	14,089	-2,152	-10,014
2007	18,594	22,839	2,612	11,582	-5,916	-12,636
2008	26,046	18,085	150	6,737	-12,210	-18,668
2009	29,867	24,276	-1,427	-1,512	-13,984	-15,814
2010	50,278	21,339	-3,441	-7,803	-20,513	-23,808
2011	72,308	17,443	-5,885	-9,186	-22,856	-27,649
2012	64,249	18,408	-7,265	-10,547	-22,972	-28,016

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Funcex (2013).

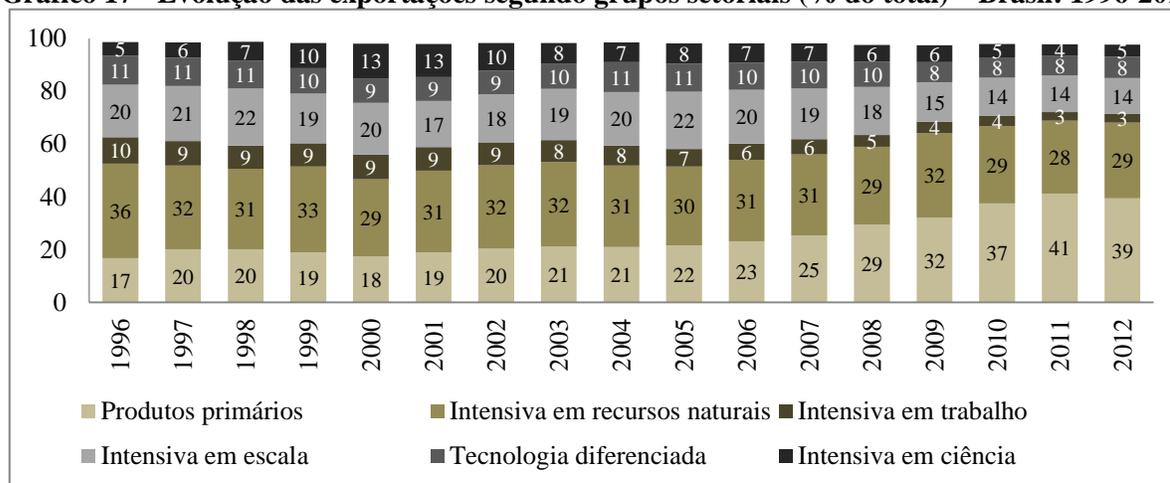
A partir da tabela 3, verifica-se que no último quadriênio apenas os setores produtores de bens primários e da indústria intensiva em recursos naturais registraram superávits comerciais, enquanto o restante das indústrias, notadamente aquelas de maior intensidade tecnológica, registrou déficits crescentes. O superávit comercial dos produtos primários, em particular, experimentou um crescimento estrondoso, passando de US\$ 6 bilhões aproximadamente em 2003 para mais de US\$ 60 bilhões em 2012. Observa-se, também, que o ano de 2009 marca uma inflexão nos saldos comerciais das indústrias intensivas em trabalho e em economias de escala, que, desde 1996, vinham apresentando saldos positivos nas suas transações com o exterior.

As indústrias baseadas em tecnologia diferenciada e em ciência, por sua vez, registraram déficits comerciais recorrentes no período abordado, sendo que os saldos negativos, que vinham se reduzindo entre 1996 e 2003, foram significativamente ampliados entre 2004 e 2012. Além

disso, torna-se explícita a dependência em relação às *commodities* primárias e aos produtos intensivos em recursos naturais para a sustentação do superávit comercial do país.

Nesse contexto, os gráficos 17 e 18 mostram, respectivamente, a participação de cada setor na pauta de exportações e importações brasileiras entre o período 1996-2012 segundo a classificação por parâmetros tecnológicos.

Gráfico 17 - Evolução das exportações segundo grupos setoriais (% do total) – Brasil: 1996-2012



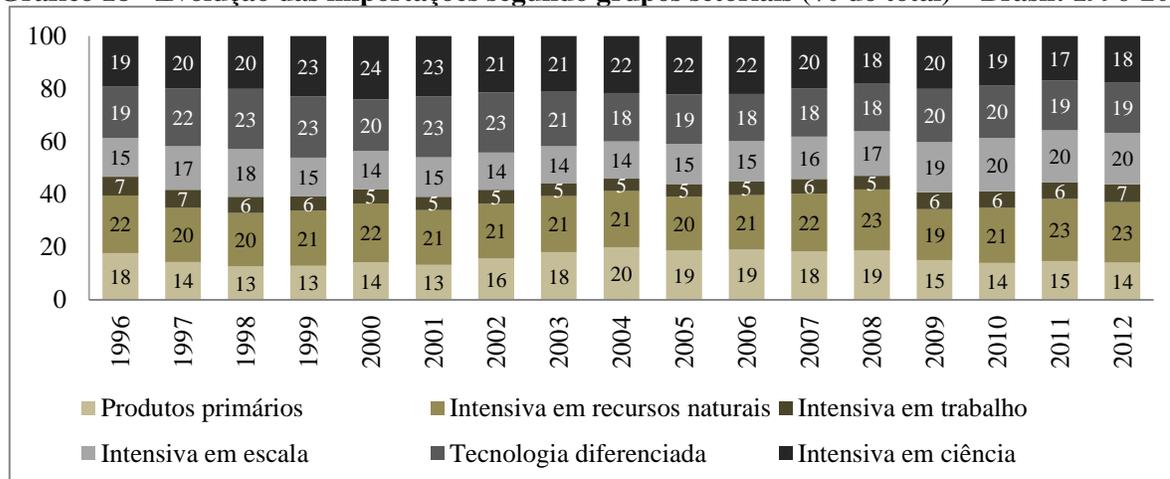
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Funcex (2013).

Podemos observar no gráfico 17, que, enquanto os setores industriais intensivos em recursos naturais têm mantido sua elevada participação no valor das exportações brasileiras, os produtos primários ampliaram significativamente sua parcela entre 2004 e 2012, em detrimento dos outros setores. Destaca-se que os setores intensivos em ciência elevaram gradativamente sua participação até o início dos anos 2000 e, depois, foram perdendo espaço, retornando ao patamar do início do período. No mesmo período, os setores intensivos em trabalho e em economias de escala também apresentaram uma queda significativa, enquanto o setor intensivo em tecnologia diferenciada assinalou uma redução menos acentuada.

A partir de 2005, nota-se que todos os setores de maior teor tecnológico tiveram queda de participação no valor das exportações brasileiras em contraposição ao aumento de participação das *commodities* primárias, o que reflete, por um lado, mudanças muito importantes na estrutura das exportações do país e, por outro, um grande aprofundamento do padrão de especialização comercial, baseado em vantagens comparativas locais com abundância de recursos naturais.

Ademais, a queda mais abrupta dos indicadores entre 2008-2009, parece apontar que a crise internacional acentuou esse quadro.

Gráfico 18 - Evolução das importações segundo grupos setoriais (% do total) – Brasil: 1996-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Funcex (2013).

O padrão de comércio adverso do ponto de vista tecnológico pode ser evidenciado ao contrastar os gráficos 17 e 18. Se, pelo lado das exportações, observa-se um ganho de importância relativa dos produtos básicos e baixa intensidade tecnológica, do lado das importações, são os produtos de média-alta e alta intensidade tecnológica que têm sua participação relativa aumentada. Nos últimos anos, as exportações de produtos primários e de produtos industriais intensivos em recursos naturais e em trabalho têm representado aproximadamente 70% do total exportado, enquanto os produtos industriais intensivos em economias de escala, tecnologia diferenciada e ciência têm correspondido a cerca de 60% do total importado.

A fim de apresentar um panorama geral da inserção externa do Brasil na esfera comercial e a competitividade desses setores no mercado internacional, a figura 1 mostra o *market share* das exportações e importações brasileiras no total global entre o período 1995-2012, com base nos dados da *United Nation Conference for Trade and Development (UNCTAD, 2013)*³⁶. O *market share* é obtido da seguinte maneira:

³⁶ Quatro grupos setoriais da SITC Revisão 3 (351, 911, 931, 961, 971) foram excluídos da agregação aqui realizada pela impossibilidade de classificá-los satisfatoriamente com base na metodologia proposta.

$$\text{Market share} = \frac{X_{ij}}{X_i} \cdot \frac{M_{ij}}{M_i}$$

Em que:

X_{ij} = exportações do grupo setorial i pelo país j ;

X_i = exportações mundiais do grupo setorial i ;

M_{ij} = importações do grupo setorial i pelo país j ;

M_i = importações mundiais do grupo setorial i .

Como esperado, as exportações dos produtos primários e intensivos em recursos naturais aumentaram significativamente seus *market shares* nas exportações globais entre 1995 e 2012, com destaque para o segundo grupo, que ampliou sua parcela de 2,7% para 4,6% no comércio internacional. As parcelas das importações desses dois setores no total global, por outro lado e em menor grau, reduziram-se. Opostamente, as importações brasileiras de produtos intensivos em trabalho têm aumentado relativamente às importações mundiais do setor, superando, inclusive, o *market share* das exportações a partir de 2008. Nota-se, também, que a corrente de comércio desse setor, no total mundial, é relativamente pequena, inferior a 1%.

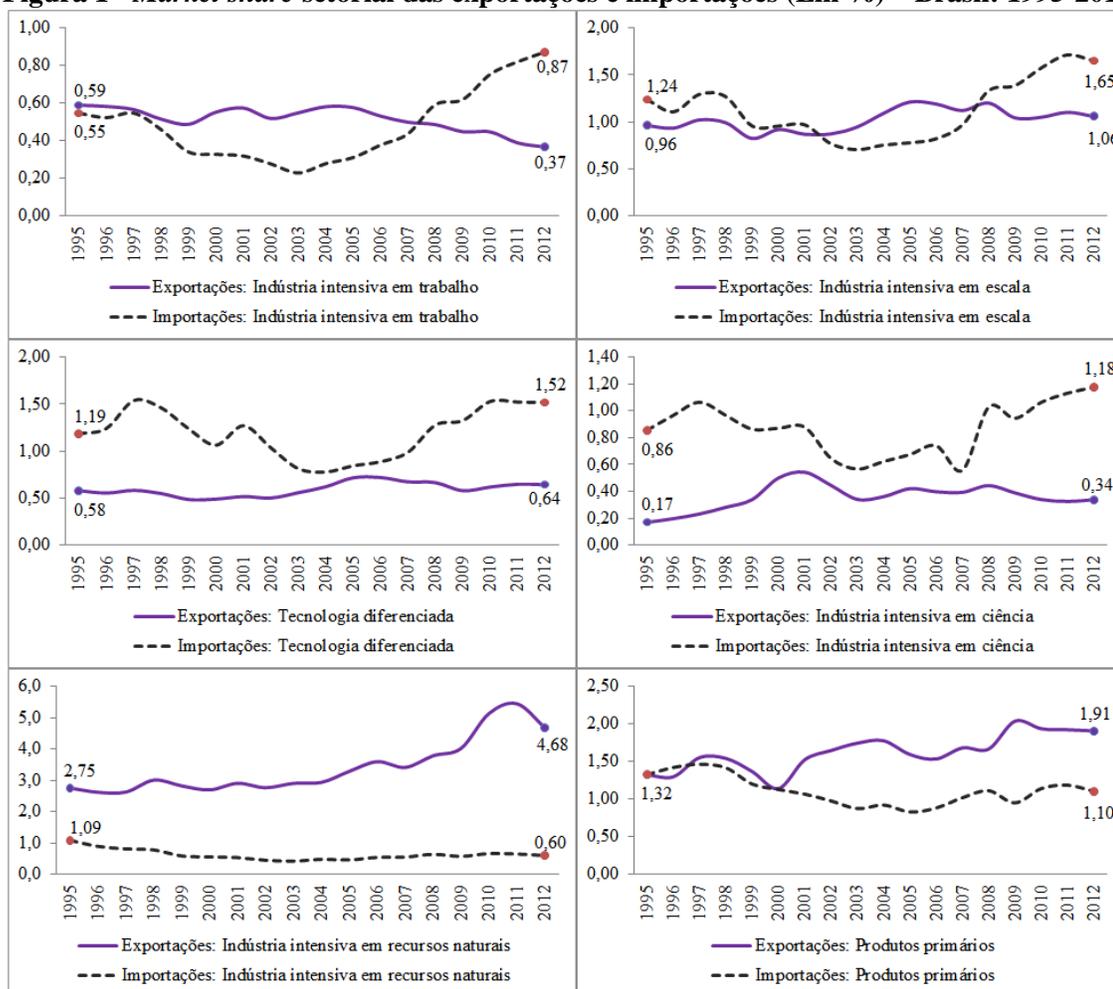
As indústrias intensivas em economias de escala, tecnologia diferenciada e ciência tiveram comportamento semelhante no período. Entre 1995 e 2012, as exportações desses setores ampliaram timidamente suas parcelas de mercado, ao passo que as parcelas das importações aumentaram de maneira mais significativa, especialmente a partir de meados dos anos 2000.

Cabe destacar que, nesse período, enquanto, nos setores intensivos em tecnologia diferenciada e ciência, o *market share* das importações manteve-se sempre superior ao das exportações, no caso do grupo intensivo em economias de escala, nem sempre foi assim. Entre 2002 e 2007, o *market share* das exportações na indústria intensiva em escala superava, com alguma margem, a parcela relativa às importações. A partir de 2008, no entanto, esse cenário foi revertido e, desde então, o *gap* entre os dois tem se ampliado. A consequência, como verificado na tabela 3, foi um saldo comercial deficitário do setor em 2009, que não mais se reverteu.

Em suma, a figura 1 evidencia que, à exceção dos setores intensivos em trabalho, as exportações de todos os setores têm ampliado suas parcelas no mercado global, com destaque para os setores de bens primários e intensivos em recursos naturais. No entanto, para os setores de maior dinamismo tecnológico, o ganho de participação das exportações tem sido inferior ao avanço das importações em termos mundiais, o que não deve gerar entusiasmo. Com efeito, como

mostra a tabela 3, os déficits nesses setores mais intensivos em tecnologia têm pressionado cada vez mais o saldo comercial do país.

Figura 1 - Market share setorial das exportações e importações (Em %) – Brasil: 1995-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da UNCTAD (2013).

Por fim, para efeito de análise de competitividade, é interessante verificar em quais setores o país possui vantagens comparativas no mercado internacional. Para tal, utilizou-se o indicador de Vantagem Comparativa Revelada (VCR), ou apenas índice de especialização, desenvolvido por Balassa (1965, p. 99-123). A fórmula do indicador é:

$$VCR = \frac{X_{ij}/X_j}{X_i/X}$$

Onde:

X_{ij} = exportações do grupo setorial i pelo país j ;

X_i = exportações mundiais do grupo setorial i ;

X_j = exportações totais realizadas pelo país j ;

X = exportações mundiais totais.

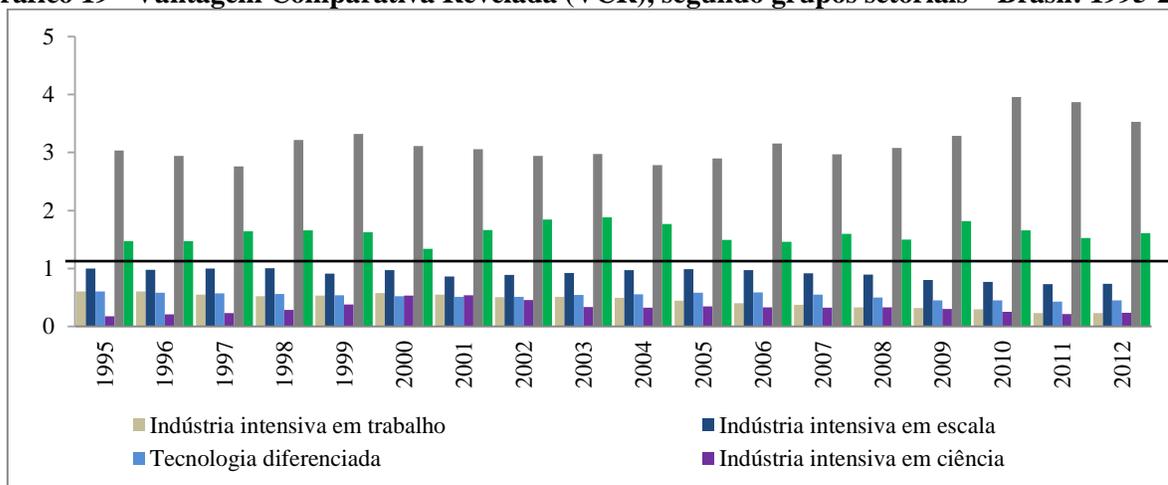
A interpretação dos resultados deste indicador é a de que se o VCR é maior que a unidade ($VCR > 1$), o país j possui vantagens comparativas no grupo setorial i relativamente à economia mundial, decorrente de sua especialização no setor. Caso contrário, o país não apresenta vantagens comparativas reveladas. Vale mencionar que na primeira definição de VCR, feita por Balassa (1965), adotou-se a suposição de que as diferentes dotações de fatores resultariam em uma estrutura característica (padronizada) de exportações, sendo, portanto, perfeitamente compatível com as hipóteses da teoria clássica do comércio internacional. Em outras palavras, o indicador de VCR procuraria expressar, a *posteriori*, as vantagens relativas de custos de diferentes países a partir de suas especializações comerciais (HOLLAND; XAVIER, 2004, p. 20). Entretanto, deve-se ressaltar que este indicador é tão somente uma variável de resultado, a qual objetiva captar no âmbito do mercado os efeitos finais do comércio internacional, sem que exista nenhuma interação obrigatória entre oferta de fatores e tais efeitos. Ao contrário, tais efeitos devem ser interpretados como resultado de assimetrias intra e intersetoriais entre os diferentes países, onde os padrões de especialização expressam, de um lado, diferenças nas assimetrias tecnológicas e vantagens relativas de custos dos países e, de outro, diferenças nas elasticidades-renda dos grupos setoriais (DOSI; PAVITT; SOETE, 1990).

Como apontado pelo gráfico 19, o Brasil apresentou vantagem comparativa revelada nos setores intensivos em recursos naturais e de produtos primários, já que o indicador de VCR foi superior a 1 (a linha preta). No caso do setor intensivo em recursos naturais, o VCR mostrou-se bastante elevado, próximo de 4 nos últimos anos. É interessante notar que a indústria intensiva em escala apresentou em boa parte do período, um índice VCR superior à unidade, mas este, desde 2008, seguiu trajetória de queda, evidenciando a perda de competitividade do setor no pós-crise internacional.

Embora a produção de *commodities* primárias e de bens intensivos em recursos naturais seja uma vantagem do Brasil no período de recessão dos países desenvolvidos, que comprimiu a

demanda por manufaturados, mas elevou-se a demanda por produtos básicos por parte dos mercados asiáticos, nos setores de maior teor tecnológico, como os intensivos em tecnologia diferenciada e ciência, o país tem apresentado vantagens comparativas reveladas bastante baixas e, pior ainda, em declínio, indicando que o Brasil está indo na contramão das experiências internacionais bem sucedidas, quais sejam, de ganhos de competitividade no mercado externo, ancorados cada vez mais na capacidade tecnológica e na inovação do que nos recursos naturais e fatores básicos de produção. Afinal, como bem observado na publicação do IPEA (2009), se, na década de 1990, o objetivo principal era gerar saldos positivos na balança comercial e, deste modo, tanto fazia se as exportações eram de banana ou de aviões, atualmente, galgar degraus de desenvolvimento tecnológico é essencial para a estratégia de desenvolvimento de qualquer país e, como a experiência demonstra, nenhuma nação da dimensão do Brasil avançou sem aperfeiçoar a indústria.

Gráfico 19 - Vantagem Comparativa Revelada (VCR), segundo grupos setoriais – Brasil: 1995-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da UNCTAD (2013).

À luz do exposto, torna-se claro que a especialização nos segmentos de menor valor agregado e que possuem uma baixa elasticidade-renda de suas demandas é preocupante para o comércio exterior do país. E mesmo que não se possa afirmar categoricamente que haja um processo de “especialização regressiva” ou “reprimarização” da indústria brasileira, não se pode deixar de considerar que a atual dinâmica comercial contribui para a constituição de um quadro no qual a capacidade de geração de divisas por meio do comércio exterior de bens, seja altamente dependente da trajetória dos preços das *commodities* primárias e dos produtos intensivos em recursos naturais, que são, por sua vez, fortemente influenciados pela demanda das economias

asiáticas, notadamente a China. Essa maior dependência em relação a esses produtos, cujos preços e volume exportado são mais sensíveis à conjuntura internacional, pode implicar uma elevação da vulnerabilidade externa estrutural do país na esfera comercial.

Portanto, verifica-se que a reestruturação produtiva vivida pelo Brasil após sua abertura econômica aponta na direção de um agravamento estrutural da restrição externa. Nessa perspectiva, como sublinham Carbinato e Corrêa (2009), em momentos de crise internacional, economias que possuem seus resultados comerciais amparados em efeito-preço e em mercados de baixo dinamismo econômico tendem a ser mais vulneráveis e mostram-se menos robustas para enfrentar crises de longa duração. Ademais, esse padrão de especialização produtiva e de inserção externa implica uma taxa de crescimento econômico de longo prazo menor, reforçando a dificuldade estrutural destas economias em enfrentar crises econômicas.

3.4.4 Esfera monetário-financeira

Como já demonstrado nas seções anteriores, historicamente, a economia brasileira é estruturalmente deficitária em rendas. Esses recursos enviados ao exterior ocasionam uma constante necessidade de geração de divisas; a qual geralmente não é atendida pelos superávits da balança comercial e de serviços, implicando em dependência de financiamento externo para fechar suas contas externas. Esta dinâmica torna-se, por conseguinte, uma das causas da vulnerabilidade externa do país, sobretudo em momentos de reversão dos ciclos de liquidez no cenário internacional.

Nessa perspectiva, a acumulação de um passivo externo líquido³⁷ implica o aumento da vulnerabilidade externa, isto é, a redução do poder efetivo e uma perda de autonomia na política econômica. Do ponto de vista analítico, o conceito de passivo externo permite avaliar as potenciais pressões que esses compromissos exercem sobre as reservas cambiais, constituindo-se em uma das dimensões por intermédio das quais é possível mensurar desequilíbrios de estoques, e com isso o grau de vulnerabilidade externa de uma economia.

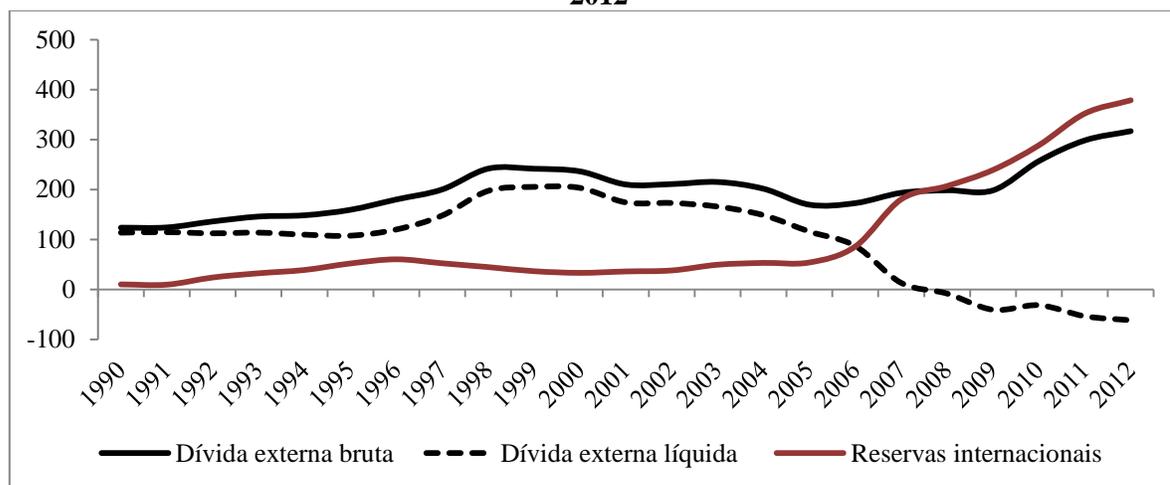
O passivo externo líquido (PEL) de uma economia pode ser obtido de duas formas:

³⁷ O passivo externo bruto é definido como o total de débitos ou compromissos em moeda forte. Este conceito considera não apenas a dívida externa pública e privada, mas também os investimentos diretos e em carteira. O passivo externo líquido, por sua vez, leva em conta os ativos dolarizados do país, como reservas cambiais e os depósitos brasileiros no exterior (LACERDA; OLIVEIRA, 2009).

- 1) PEL1: O Passivo Externo Líquido 1 é tomado como igual ao déficit acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos, sendo que no caso brasileiro esse valor é acumulado a partir de 1947, quando começam a ser disponibilizados dados sobre o balanço de pagamentos brasileiro (CYSNE, 2008). Assim, o PEL1 é uma aproximação do Passivo Externo Líquido.
- 2) PEL2: O Passivo Externo Líquido 2 é obtido deduzindo-se o estoque de ativos externos do estoque de passivos externos, da forma como ambos são disponibilizados na Posição Internacional de Investimentos (PII). Assim, o PEL2 é o oposto simétrico da PII, de modo que $PEL2 = -PII$, OU, $PII = -PEL2$ (CYSNE, 2008).

Acrescenta-se que, para efeito de análise dos desequilíbrios de estoque das contas externas de um país, deve-se abordar também a evolução da composição do passivo externo. Nesse sentido, como sublinha Gonçalves (2012), há um argumento de que a dívida externa deixou de ser preocupante, uma vez que a Dívida Externa Líquida (DEL) tornou-se negativa³⁸ a partir de 2007, conferindo ao Brasil o *status* de credor internacional (Gráfico 20). Sendo assim, qual indicador melhor retrata a situação externa da economia brasileira?

Gráfico 20 - Evolução da Dívida Externa e Reservas Internacionais (US\$ bilhões) – Brasil: 1990-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

³⁸ Essa posição foi obtida deduzindo-se da Dívida Externa Bruta (US\$ 193,2 bilhões), o valor da Reservas Internacionais, dos créditos brasileiros no exterior e dos haveres dos bancos comerciais, que juntos totalizaram US\$ 205,2 bilhões. O resultado foi uma DEL negativa em US\$ 12 bilhões. O gráfico 20 não inclui os créditos e haveres no exterior, apenas as reservas internacionais.

No que se refere à metodologia, a PII foi uma estatística introduzida recentemente pelo Banco Central do Brasil (janeiro de 2001), resultado de procedimentos sugeridos na quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos (MBP5) do Fundo Monetário Internacional [FMI (1993)], Por outro lado, a dívida externa líquida (DEL) tem como base metodológica a publicação FMI (2003). O MBP5 retirou do contexto do balanço de pagamentos os lançamentos relativos às reavaliações de ativos, monetização de ouro e alocação de Direitos Especiais de Saque (DES). Assim, o balanço de pagamentos passou a retratar apenas as transações efetivas entre residentes e não residentes de uma economia num determinado período contábil. A contrapartida foi a criação de um balanço paralelo de estoques, ao qual se deu o nome em inglês de *International Investment Position*. A finalidade deste balanço de estoques é fornecer, a cada ponto no tempo, o total de ativos e passivos financeiros externos de uma economia (CYSNE, 2008).

No Brasil, a PII é calculada pelo Banco Central somando-se os saldos líquidos dos investimentos estrangeiros diretos, dos investimentos em ações, dos títulos de renda fixa, dos derivativos e da rubrica “outros investimentos”, que abrange os créditos comerciais, empréstimos (inclusive amortização), moeda e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização (inclusive o uso de créditos no FMI, empréstimos do FMI e de outros organismos). Deste total, subtraem-se os ativos de reservas para se chegar ao valor final da PII ou, em outros termos, do PEL2. O conceito de Dívida Externa Bruta, por seu turno, incorpora apenas três dos itens que compõem o conceito de Passivo Externo Bruto, quais sejam: os títulos de renda fixa emitidos no exterior, os créditos comerciais e os empréstimos obtidos no exterior. Portanto, são excluídos do conceito de Dívida Bruta, mas não do conceito de Passivo Externo Bruto, os itens representativos de investimentos estrangeiros diretos, de investimentos em ações, de investimentos de renda fixa denominados em Reais, de derivativos e de “moedas e depósitos”.

Segundo Cysne (2008), do ponto de vista macroeconômico e do balanço de pagamentos, o conceito de passivo externo é importante porque é aquele que se associará, em datas futuras, não apenas ao total de remuneração ao capital de empréstimos (como faz o conceito de dívida), mas também ao total de remuneração ao capital de risco. Um país que substitui dívida externa para com não residentes por investimentos de não residentes em ações negociadas em bolsa terá ao final do período uma dívida externa reduzida do mesmo valor da operação em questão, mas o seu passivo externo permanecerá inalterado. Os juros pagos tenderão a cair, mas os dividendos pagos a não residentes tenderão a subir.

Assim, a concentração apenas no conceito (mais restrito) de dívida pode levar a um otimismo infundado, já que o total de remessas ao exterior pode não cair da forma como faria supor a queda do total da dívida e a queda do total de juros a serem pagos no futuro. Analogamente, a mesma redução de dívida (bruta e líquida) se daria, em total concordância com as normas do FMI (2003), se títulos da dívida externa fossem substituídos por aplicações de não residentes em um fundo de investimentos (denominado em Reais) lastreado em de títulos de renda fixa. Por outro lado, em consonância com o que se esperaria de um bom indicador macroeconômico, o PEL (1 ou 2) novamente não se alteraria.

Com isso, chega-se a conclusão de que o conceito de DEL é um pouco frágil, posto que operações puramente de troca de um título de certa modalidade por outro de outra modalidade podem instantaneamente reduzi-la ou aumentá-la arbitrariamente. Já o conceito de PEL1 não apresenta esta desvantagem. Este se eleva, em determinado ponto no tempo, somente se o país investe mais do que poupa internamente (absorve poupança externa). O PEL2, por sua vez, além de refletir, como o PEL1, o histórico das transações correntes do país, ele incorpora os efeitos das alterações de valor e de quantidade, dos passivos e ativos externos, bem como transações internas de ouro monetário e de DES no FMI (CYSNE, 2008).

Portanto, apesar de se ter dados da PII apenas a partir de 2001, nesta seção, o PEL será examinado a partir deste conceito, isto é, do PEL2. A estrutura simplificada da PII é a seguinte:

Tabela 4 - Estrutura da Posição Internacional de Investimento (PII)

(A) Ativo Externo Bruto	(B) Passivo Externo Bruto
<ul style="list-style-type: none"> • Investimento direto no exterior • Investimento em carteira • Derivativos • Outros Investimentos • Ativos de Reservas 	<ul style="list-style-type: none"> • Investimento direto estrangeiro • Investimento em carteira • Derivativos • Outros Investimentos
PII = A - B	

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Como pode ser observado na tabela 5, no período 2001-2012, o passivo externo bruto (PEB) do Brasil aumentou de US\$ 371 bilhões ao final de 2001 para US\$ 1,556 trilhão no final de 2012. Em 2013, considerando dados preliminares de março, o valor era de US\$ 1,604 trilhão.

No Brasil a PII é historicamente negativa, ou seja, o valor dos ativos estrangeiros no país supera o valor dos ativos brasileiros no exterior. O saldo negativo da PII aumentou de US\$ 264

bilhões em 2001 para US\$ 727 bilhões em 2012, tendo chegado a US\$ 890 bilhões em 2010. Isso significa que, considerando dados de 2012, caso todos os ativos estrangeiros no Brasil e todos os ativos de brasileiros no exterior fossem liquidados, o país estaria *short* ou “a descoberto” em cerca de US\$ 730 bilhões.

Tabela 5 - PII e Passivos Externos (US\$ milhões) – Brasil: 2001-2013

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ¹	2012 ¹	2013 ²
Ativo (A)	107.086	112.901	134.223	148.536	168.182	238.874	379.256	405.692	477.644	616.892	722.132	828.928	838.956
IBD	49.689	54.423	54.892	69.196	79.259	113.925	141.880	157.796	167.148	191.349	206.187	272.471	277.445
IBC	6.402	5.845	6.950	9.353	10.834	14.429	19.269	14.637	16.519	38.203	28.485	22.124	23.461
Derivativos	42	105	81	109	119	113	142	609	426	797	668	555	467
Outros Investimentos	15.087	14.705	23.004	16.943	24.171	24.567	37.630	38.867	55.032	97.969	134.780	160.631	160.649
Ativos de Reservas	35.866	37.823	49.296	52.935	53.799	85.839	180.334	193.783	238.520	288.575	352.012	373.147	376.934
Passivo (B)	370.609	341.802	403.985	443.295	481.528	603.414	915.361	687.487	1.074.746	1.507.339	1.486.575	1.556.376	1.603.830
IED	121.949	100.863	132.818	161.259	181.344	220.621	309.668	287.697	400.808	682.346	695.103	718.870	747.226
IEC	94.785	135.147	165.777	184.590	232.167	304.242	508.377	287.499	562.610	668.494	600.829	638.794	638.851
Derivativos	45	250	125	320	219	445	1.771	2.450	3.413	3.781	4.678	3.028	9.506
Outros Investimentos	153.830	105.543	105.265	97.126	67.798	78.107	95.545	109.842	107.915	152.718	185.964	195.684	208.247
PII (valores negativos)	263.522	228.901	269.762	294.759	313.346	364.540	536.106	281.795	597.102	890.447	764.443	727.448	764.874
PIED	105.815	83.884	112.334	142.451	162.807	193.838	262.392	223.127	321.436	587.209	589.190	591.165	605.468
PEF	264.793	257.918	291.651	300.844	318.721	409.576	652.970	464.360	753.310	920.130	897.384	965.211	998.362
PEFL	228.927	220.094	242.355	247.909	264.921	323.738	472.636	270.577	514.790	631.556	545.372	592.064	621.427

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013). Nota: ^{1/} Dados preliminares, final do período. ^{2/} Dados preliminares, março. IBD = investimento brasileiro direto; IBC = investimento brasileiro em carteira; IED = investimento estrangeiro direto; IEC = investimento estrangeiro em carteira.

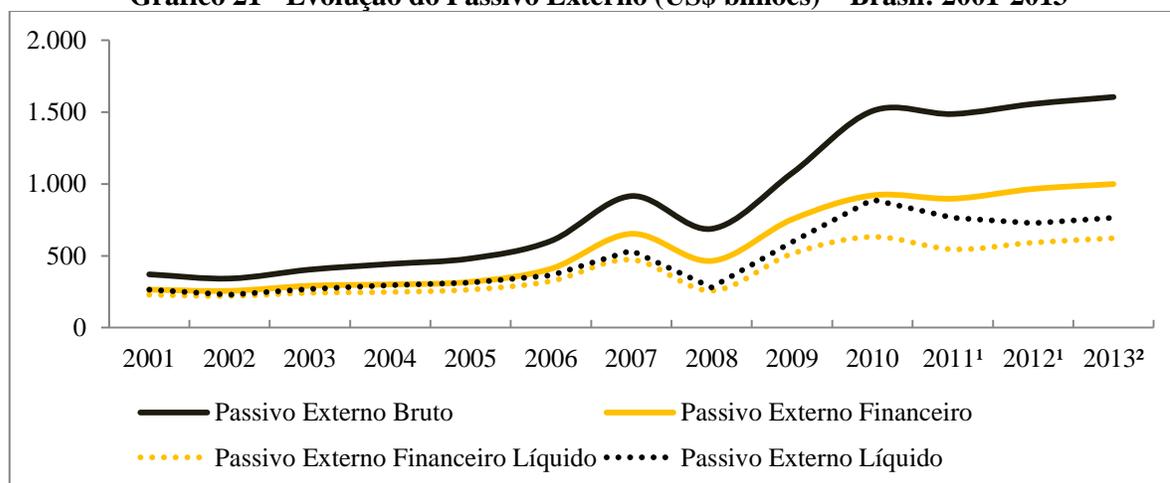
Contudo, há duas considerações relevantes. A primeira refere-se à composição do passivo externo brasileiro. Em 2012, por exemplo, o passivo externo na forma de investimento estrangeiro direto (PIED) – participação no capital – no país era cerca de US\$ 591 bilhões. Este valor correspondia ao investimento de empresas estrangeiras no país e que não têm liquidez imediata e, portanto, não devem ser incluídos no cálculo do passivo externo líquido de curto prazo. Excluindo-se do passivo externo o valor do IED (participação no capital), tem-se o passivo externo financeiro (PEF).

A segunda consideração é que, no caso de uma crise cambial, o país não pode contar com os recursos investidos no exterior por brasileiros (indivíduos e empresas). Nessa situação, os residentes agem da mesma forma que os não residentes, isto é, além de não trazerem recursos

para o país, a tendência é que se acelerem as remessas e os investimentos no exterior. Assim, no que se refere aos ativos externos, o país só pode contar com as reservas internacionais sob a responsabilidade gerencial do Banco Central. Desse modo, dado que em 2012 e 2013 as reservas internacionais eram de US\$ 373 e US\$ 376,9 bilhões, respectivamente, esses valores respondiam por menos da metade dos ativos externos do país (US\$ 829 e US\$ 839 bilhões).

Tendo em vista a exposição acima, o conceito mais relevante para se analisar a vulnerabilidade externa estrutural, expressa por desequilíbrios de estoques nas contas externas, é o passivo externo financeiro líquido (PEFL). O PEFL é obtido subtraindo-se do passivo externo financeiro as reservas internacionais. Este conceito mostra o quanto efetivamente o país está exposto no curto prazo no caso de algum fator desestabilizador, seja ele externo ou interno, que gere crise cambial. No período 2001-2005, o PEFL manteve-se em torno de US\$ 230 e US\$ 250 bilhões. Porém a partir de 2006, há nítida tendência de elevação (vide gráfico 21), exceto 2008, cuja queda do passivo externo reflete, em boa parte, a evasão de recursos externos, a queda nos preços das ações de companhias brasileiras nas mãos de estrangeiros e a depreciação do real. Em 2009, porém, o retorno dos fluxos de capitais e apreciação do real, em um contexto de redução progressiva da aversão aos riscos dos investidores globais, resultaram na extraordinária ampliação do PEFL, que atingiu US\$ 632 bilhões no ano seguinte.

Gráfico 21 - Evolução do Passivo Externo (US\$ bilhões) – Brasil: 2001-2013



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

^{1/} Dados preliminares, final do período. ^{2/} Dados preliminares, março.

Segundo Gonçalves (2012), o Brasil, no conjunto das maiores economias do mundo, ocupa a 3ª posição quando o valor líquido do estoque de investimento internacional (ativo

externo menos passivo externo) é ordenado do menor para o maior valor. Em 2010 os Estados Unidos ocuparam a 1ª posição no ranking mundial com PII negativo (US\$ 2,5 trilhões). A segunda posição era ocupada pela Espanha (US\$ 1,3 trilhão) e a terceira pelo Brasil (US\$ 882 bilhões). Os países com as melhores situações de PII eram Japão (US\$ 3,0 trilhões), China (US\$ 1,8 trilhão) e Alemanha (US\$ 1,25 trilhão). Entretanto, a situação dos EUA é singular visto que este país é o centro do sistema monetário internacional. O dólar estadunidense não somente é aceito como é necessário para o funcionamento do sistema econômico internacional. O dólar desempenha as principais funções de moeda em escala global: meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, sendo também determinante do nível de liquidez internacional. Dessa forma, a posição negativa de investimento internacional dos EUA deve ser vista como elemento importante para o próprio funcionamento da economia mundial. Isto não implica, naturalmente, que a centralidade do dólar na economia mundial seja somente caracterizada por benefícios. O ponto-chave é que no horizonte previsível o dólar dos EUA se manterá como a principal moeda usada no sistema econômico internacional. Logo, a crise de risco soberano é um não-tema para estrangeiros detentores de títulos emitidos pelo governo do país. Cabe destacar que após a eclosão da crise global em 2008 os EUA tornaram-se ainda mais atrativos para o capital internacional.

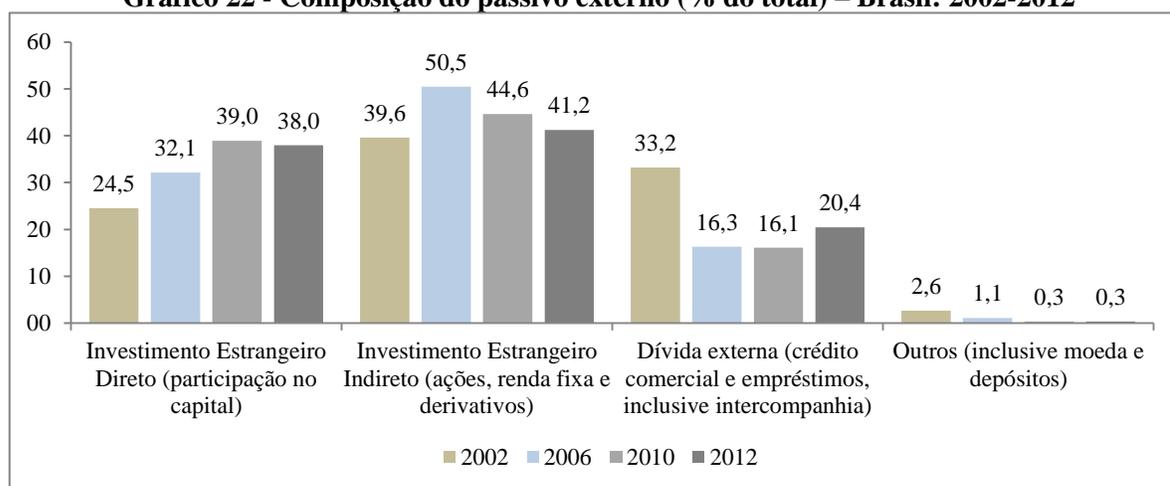
Esses argumentos não se aplicam aos outros países com posições externas fortemente negativas, como Espanha e Brasil. O caso da Espanha é particularmente relevante após a eclosão da crise global em 2008. A deterioração da situação econômica espanhola culminou em grave crise de risco soberano que levou a taxa de juros sobre títulos públicos a níveis recordes em meados de 2012. A Espanha tornou-se, então, candidato imediato para operações de resgate financeiro por parte do Banco Central Europeu após as intervenções para proteger Grécia, Irlanda e Itália. É neste contexto de elevado risco soberano que o Brasil se encontra armadilhado em função do seu desequilíbrio de estoque extraordinariamente elevado (passivo externo financeiro que é um múltiplo das reservas internacionais do país). Este fato caracteriza mais um aspecto da vulnerabilidade externa estrutural do país (GONÇALVES, 2012).

Retomando a questão sobre a dívida externa, Gonçalves (2012), apregoa que o fato de a dívida externa ser apenas um dos componentes do passivo externo invalida o argumento de melhora nas contas externas. Ocorre que a parcela relativa a empréstimos e financiamentos e, portanto, endividamento, caiu significativamente no total do passivo externo do país. Conforme o

gráfico 22, entre 2002 e 2010, a participação da dívida externa passou de 33,2% para pouco mais de 16%, movimento que foi compensado pela elevação da participação dos investimentos diretos e indiretos (ações, títulos de renda fixa e derivativos) no total do passivo. No mesmo período, estes últimos tiveram seu peso relativo aumentado de 39,6% para 41,2%, tendo chegado a mais de 50% em 2006. O estoque de IED, por sua vez, passou de 24,5% em 2002 para 39% em 2010.

Essa mudança reflete, por um lado, o avanço do processo de liberalização dos fluxos internacionais de capital promovida no país, que se inicia nos anos 1990 e se aprofunda na década de 2000. Por outro lado, a própria globalização financeira implica a recomposição do portfólio internacional na direção do investimento externo indireto (GONÇALVES, 2012).

Gráfico 22 - Composição do passivo externo (% do total) – Brasil: 2002-2012



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013). Dados do final do período.

Segundo Biancareli (2011), o fato de os investimentos indiretos representarem a maior parte do passivo externo significa uma deterioração da situação patrimonial do país, uma vez que esses são investimentos mais voláteis e que podem sair do país com maior facilidade. No entanto, o autor argumenta que esse tipo de estoque externo tende a sofrer uma dupla desvalorização em momentos de crise - efeito câmbio e queda de preços-, atenuando os eventuais problemas que possam causar em momentos de crise.

Portanto, para a avaliação da vulnerabilidade externa do Brasil no final do século XX e no século XXI, é necessário considerar tanto a dívida externa como, principalmente, os outros componentes do passivo, com destaque para o investimento estrangeiro indireto. Além disso, fica claro que, para a análise da evolução da vulnerabilidade externa do Brasil no período recente, os

indicadores informados pela relação dívida externa/exportações ou dívida externa/PIB, comumente utilizados, são pouco adequados.

No intuito de se estabelecer uma relação entre o desempenho exportador e a situação de solvência externa da economia brasileira, que refletiria a vulnerabilidade externa de médio e longo prazo, um indicador mais adequado consiste na razão entre o PEL e/ou o PEFL e as exportações, a fonte de geração autônoma de divisas, necessárias para amortizar esse passivo. A razão dos passivos externos/PIB complementa a análise. O aumento destes indicadores sugere deterioração desta situação e vice-versa. A tabela 6 mostra a evolução desses indicadores.

Tabela 6 - Indicadores de solvência externa – Brasil: 2001-2012

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PEL/Exp	4,53	3,79	3,69	3,05	2,65	2,64	3,33	1,41	3,89	4,41	2,98	3,00	3,16
PEFL/Exp	3,93	3,65	3,32	2,57	2,24	2,35	2,94	1,30	3,36	3,13	2,13	2,44	2,57
PEB/PIB	0,67	0,68	0,73	0,67	0,55	0,55	0,67	0,42	0,66	0,70	0,60	0,69	0,73
PII/PIB	0,48	0,45	0,49	0,44	0,36	0,33	0,39	0,17	0,37	0,42	0,31	0,32	0,35
PEF/PIB	0,48	0,51	0,53	0,45	0,36	0,38	0,48	0,28	0,46	0,43	0,36	0,43	0,46
PEF/RSI	7,36	6,74	5,95	5,68	5,90	4,76	3,63	2,24	3,15	3,18	2,55	2,59	2,65

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Banco Mundial (2013).

Entre 2001 e 2004, embora o passivo externo não tenha se elevado de forma expressiva, a queda de *performance* do setor exportador explica os indicadores relativamente elevados. Entre 2005 e 2006, o bom desempenho das exportações foi fundamental para evitar a alta desse indicador, uma vez que houve crescimento do PEL, resultado dos elevados influxos de capitais no período. Contudo, em 2007 o *boom* de fluxos de capitais não foi acompanhado pela manutenção do dinamismo das exportações, que já sentiam os efeitos adversos da apreciação cambial. Em 2008, a queda dos indicadores reflete, em boa parte, a redução do passivo externo provocada pela evasão de recursos externos e pela depreciação do real. No ano de 2009, entretanto, a recuperação gradual da confiança dos investidores globais resultou na retomada dos influxos de capitais, que teve como consequência uma significativa elevação do passivo. A resultante apreciação do real e demanda externa reprimida, por sua vez, contribuiu para retrain as exportações, o que implicou a deterioração dos indicadores de solvência externa (PRATES; CUNHA; LÉLIS, 2011).

Em termos de PIB, o passivo externo bruto (PEB), após declinar entre 2001-2006, inicia uma fase ascendente, com oscilações pontuais, sendo que em 2012 o PEB representou nada menos que 70% do PIB brasileiro. Já o déficit da PII relativamente ao PIB parece ter melhorado

no final do período, comparativamente ao início da série. Não obstante, vale lembrar que esta considera, além das reservas, outros ativos brasileiros no exterior, que não servem de garantia ao país, além de, do lado do passivo, IED na forma de participação no capital, que não possui liquidez imediata. Nesse sentido, a relação PEF/PIB demonstra uma redução gradativa até 2006, indicando um quadro mais positivo em termos de vulnerabilidade externa. A partir daí, entretanto, o indicador passa a retomar os valores do início do período, indicando uma reversão nas contas externas.

Apesar da melhora dos indicadores de 2011 em relação a 2010, os anos de 2012 e 2013 mostram uma ligeira deterioração do quadro externo, e, de todo modo, o que se pode apreender dos resultados é que o passivo externo líquido do país, seja ele apenas financeiro ou não, tem correspondido a duas ou três vezes o valor das exportações brasileiras, sendo o mesmo válido para a razão entre o PEF e as reservas internacionais (RSI), embora se observe uma significativa redução deste último em relação ao início do período.

Assim, a sustentação de taxas elevadas de crescimento das exportações é fundamental para garantir a estabilidade e/ou a redução da situação de vulnerabilidade externa da economia brasileira, que apresenta um elevado grau de integração financeira e produtiva com o mercado global, e com isso, um passivo externo estruturalmente elevado. A mesma ressalva faz-se importante para a política de acúmulo de reservas, uma vez que este é o único ativo, de fato, que o país possui para fazer frente a choques externos.

Por fim, cabe ressaltar que o custo do passivo externo para o país (retorno para o investidor estrangeiro) é muito maior do que o retorno (remuneração) dos ativos externos do país. Ou seja, conforme levantado na primeira seção, a PII negativa (passivo externo líquido positivo) tende a gerar uma transferência de excedente da economia doméstica para a estrangeira, via pagamentos dos fluxos de rendas gerados por esses estoques externos, ou seja, há um efeito circular em que os fluxos geram estoques e esses estoques demandam mais fluxos para compensar as rendas líquidas enviadas ao exterior, ampliando o estoque de passivo externo, e assim sucessivamente. Em outras palavras, as entradas de divisas oriundas dos financiamentos externos e as saídas decorrentes das amortizações e das rendas implicam, intertemporalmente, uma perda líquida de divisas.

Assim, pode-se levantar a hipótese de que a PII desfavorável/negativa esteja, em algum grau, na causa da “insuficiência de poupança doméstica”, não sendo necessariamente

consequência desta, como definido por Cysne (2008, p. 4), e apresentado acima. Isso, pois, em determinado momento, o país pode ser superavitário na balança comercial e serviços de não fatores – consumindo menos do que produz – e apesar disso, o saldo em transações correntes ser deficitário em decorrência do pagamento de rendas. Isto é, o país realiza uma transferência líquida de recursos ao exterior, mas esta pode ser insuficiente para compensar a renda líquida enviada ao exterior.

Sob essa perspectiva, a vulnerabilidade externa tende a ser crescente à medida que a rentabilidade do passivo externo aumenta em relação à rentabilidade do ativo, sendo o contrário sinal de vulnerabilidade decrescente. A estimativa da rentabilidade³⁹ da PII é demonstrada na tabela 7.

Tabela 7 - Estimativa da rentabilidade da PII (Em %) – Brasil: 2001-2012

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Investimento brasileiro direto	0,7	1,8	1,6	1,6	0,9	0,9	1,6	1,3	0,8	0,6	1,0	1,7
Investimentos em carteira	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ações	0,0	0,0	0,1	0,2	0,4	0,6	0,2	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0
Títulos de renda fixa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros investimentos	7,8	4,4	3,7	5,9	5,6	7,8	4,9	2,8	1,9	0,9	0,7	0,6
Ativos de Reservas	7,9	3,8	5,2	5,0	-3,6	6,0	9,4	9,4	0,8	1,8	3,6	1,8
Ativo	4,1	2,5	2,7	3,2	0,8	3,8	4,0	3,4	1,0	0,8	1,3	1,0
Investimento estrangeiro direto	4,1	5,9	4,5	4,3	6,1	6,3	6,4	10,0	5,2	3,9	4,6	3,4
Investimentos em carteira	11,7	7,2	6,1	6,0	5,4	4,6	2,8	5,8	2,7	2,2	3,2	2,3
Ações	4,1	4,1	3,0	3,1	2,8	2,6	1,6	5,7	2,0	1,5	3,0	1,9
Títulos de renda fixa	16,5	8,0	7,5	8,1	8,4	8,1	5,8	5,9	4,1	3,6	3,5	2,8
Outros investimentos	4,4	5,3	5,4	5,7	8,0	7,3	7,4	6,7	5,9	3,5	3,8	3,6
Passivo	6,7	6,1	5,3	5,3	6,5	6,1	5,5	7,5	4,6	3,2	3,8	3,1
Diferencial	2,6	3,6	2,7	2,1	5,7	2,3	1,5	4,1	3,6	2,4	2,5	2,1

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013). Nota: Para o ano de 2001, a rentabilidade dos ativos de reservas foi estimada dividindo o fluxo anual pelo estoque do mesmo ano. No restante do período, os dados foram obtidos junto ao Relatório de Gestão das Reservas Internacionais (2013) do BCB.

Como pode ser apurado na tabela 7, a rentabilidade estimada do passivo externo foi significativamente superior à rentabilidade do ativo externo desde que a PII passou a ser divulgada, com destaque para o diferencial entre os investimentos diretos e em ações. Desse modo, pode-se concluir que, nesse período, a economia brasileira apresentou elevada

³⁹ A metodologia de cálculo da rentabilidade consiste na divisão entre os fluxos de rendas de uma determinada conta durante um ano, pelo valor do estoque dessa conta no final do mesmo ano. Ressalta-se, que se trata de uma estimativa, e que a metodologia pode ser aprimorada. Ocorre que a maneira com que os dados da PII e do balanço de pagamentos são divulgados pelo BCB dificulta as estimativas, sobretudo no que tange aos investimentos brasileiros em renda fixa, uma vez que parte das reservas internacionais é constituída por estoques de investimentos dessa modalidade, e o BCB, ao divulgar as rendas recebidas, não distingue a parcela que é referente às reservas.

vulnerabilidade externa pela ótica do efeito rentabilidade, tendo apresentado o diferencial médio de rendimento de 2,9%.

3.5 ÍNDICE DE VULNERABILIDADE EXTERNA ESTRUTURAL: UMA ANÁLISE COMPARATIVA PARA OS NICS

Em Gonçalves *et al* (2008), argumenta-se que uma das formas de se expressar a vulnerabilidade externa estrutural dá-se por meio de uma análise do desempenho externo relativo de determinado país comparativamente ao desempenho externo relativo de outros países, utilizando indicadores de inserção econômica internacional em uma perspectiva de longo prazo.

Nesta seção, busca-se, a partir do Índice de Vulnerabilidade Externa Estrutural (IVE), proposto por Gonçalves (2005), verificar a evolução da vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira no período 1990-2012. Essa metodologia foi escolhida por contemplar as principais esferas das relações econômicas internacionais, que, como já discutido nesse ensaio, são: esfera comercial, produtiva-real e tecnológica, e monetário-financeira.

A primeira versão do Índice de Vulnerabilidade Externa Estrutural (IVE) foi apresentada em Gonçalves (2005, capítulo 5), e, segundo o autor, sua metodologia básica é similar à utilizada no cálculo do índice de desenvolvimento humano (IDH) do PNUD (Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento). Nesta primeira versão foram utilizados 16 indicadores para o cálculo dos índices de vulnerabilidade externa de 113 países para 2002⁴⁰.

A partir destes indicadores são construídos índices específicos de vulnerabilidade externa para cada esfera: esfera comercial (IVCO), esfera produtivo-real e tecnológica (IVPT), e esfera monetário-financeira (IVMF). Para cada país, os índices são calculados comparando-se o desempenho deste país com o pior desempenho da amostra de países, realizando uma divisão deste valor pela diferença entre os países com o melhor e o pior resultado. O IVE, por fim, é uma média simples dos índices calculados. A fórmula é:

$$\text{Índice} = \left[\frac{(X - X_{\text{mín}})}{(X_{\text{máx}} - X_{\text{mín}})} \right] \times 100$$

⁴⁰ Os resultados mostraram que, dentre o conjunto dos 113 países analisados, o Brasil apresentava o 17º maior IVE.

Nesta seção, em função da disponibilidade de dados serão utilizados 6 dos 16 indicadores utilizados em Gonçalves (2005), sendo dois para cada esfera, quais sejam: exportação de bens e serviços / produto interno bruto (PIB); importação de bens e serviços / reservas internacionais, estoque de investimento estrangeiro direto (IED) / PIB; estoque de IED / exportações de bens e serviços, dívida externa total / exportação de bens e serviços; e serviço da dívida pública e garantida pelo setor público / exportação de bens e serviços.

Além disso, optou-se, aqui, por restringir a análise a alguns dos atualmente considerados “países recentemente industrializados”, também chamados de NICs (do inglês, *Newly Industrialized Countries*). São eles: África do Sul, China, Filipinas, Índia, Malásia, México, Tailândia e Turquia, além do Brasil^{41,42}.

A base de dados utilizada no cálculo dos indicadores de vulnerabilidade externa teve como referência bases de dados da *United Nations Conference on Trade And Development* (UNCTAD), do Fundo Monetário Internacional (FMI), e do Banco Mundial. O período analisado é 1990-2012, que está subdividido em quatro subperíodos: 1990-1995, 1996-2000, 2001-2006, e 2007-2012. A escolha desses subperíodos deu-se no sentido minimizar o efeito de *outliers*, bem como evitar possíveis distorções influenciadas por algum erro eventual na base de dados. Os resultados do IVE estão sintetizados na tabela 8.

Como se pode notar, à exceção do período 2007-2012, em todos os outros o Brasil apresentou o maior IVE relativamente aos demais países do grupo. Acrescenta-se que, em todo período, a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira esteve sempre acima da média do grupo.

Por outro lado, a tabela 8 permite destacar o desempenho de China e Índia, cujos índices estiveram sempre abaixo da média geral, sendo que, para a China, nota-se uma redução bastante significativa da vulnerabilidade externa estrutural, que passou de 27,0 entre 1990-1995 para a média de 5,2 no período 2007-2012.

⁴¹ De modo geral, os NICs são todos aqueles países que, a partir da segunda metade do século XX obtiveram taxas elevadas de crescimento econômico aliado a uma forte expansão industrial. É comum a inclusão dos Tigres Asiáticos de 1ª geração (Coreia do Sul, Hong Kong, Cingapura e Taiwan) entre os NICs, entretanto, comparativamente aos demais, por estes estarem atualmente em um estágio mais avançado de desenvolvimento econômico, optou-se aqui por restringir o termo ao grupo de países considerados nesse ensaio. Sobre o tema, ver, por exemplo, Bozyk (2012); Guillén (2003).

⁴² Obviamente, a escolha dos países e/ou o tamanho da amostra exerce influencia direta nos resultados do IVE, uma vez que os valores máximo e mínimo podem diferir substancialmente. Entretanto, isto não invalida a análise de um grupo específico de países, já que o que se quer averiguar é o desempenho relativo de cada economia dentro do grupo em questão.

Tabela 8 - Índice de vulnerabilidade externa estrutural: 1990-2012

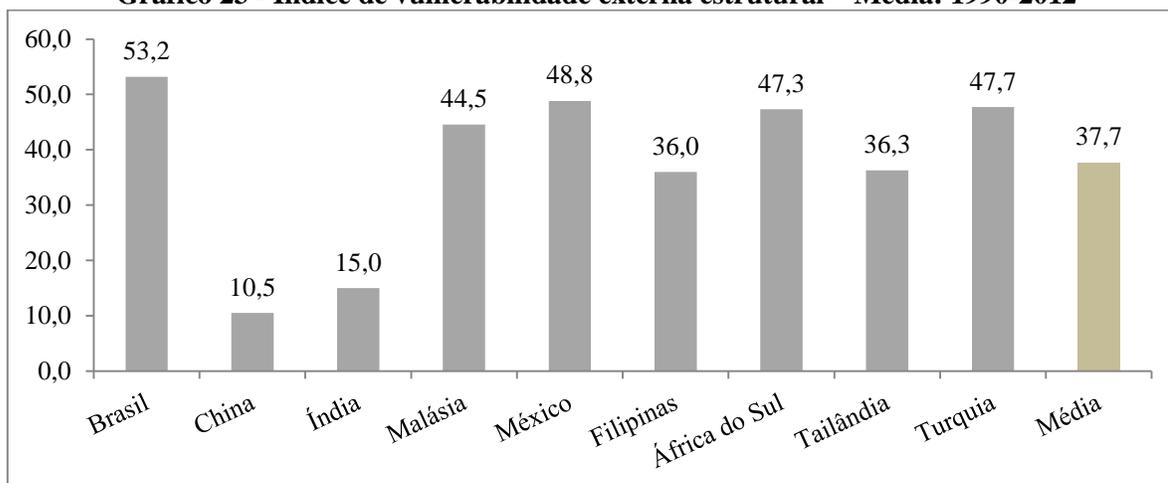
	1990-1995	1996-2000	2001-2006	2007-2012
Brasil	47,9	54,6	61,5	52,3
China	27,0	19,6	11,3	5,2
Índia	17,3	14,4	10,3	15,6
Malásia	43,5	44,5	42,6	45,1
México	41,1	36,2	48,0	53,0
Filipinas	38,4	29,3	40,9	35,9
África do Sul	30,3	34,8	49,6	52,8
Tailândia	24,6	22,0	39,9	40,7
Turquia	46,1	28,5	41,0	53,2
Média	35,2	31,6	38,3	39,3

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI, Banco Mundial e UNCTAD (2013).

Nesse sentido, a grande diferença que se observa entre China, Índia e Brasil, dá-se na esfera produtiva-real e monetário-financeira. Na primeira esfera, a relação IED/PIB para o Brasil entre 1990-1995 era, em média, de 10%, passando para 26% entre 2007-2012. Para a China entre os dois subperíodos, a relação se manteve na média de 9,5%, e, para a Índia, passou de 0,9% no primeiro para 11,1% no segundo. Já a relação IED/Exportações apontava para o Brasil 107%, em média, entre 1990-1995, tendo passado para 216% no intervalo 2007-2012. No caso da China, entre os dois subperíodos, esta passou de 54 para 31%, e, na Índia, de 9,5 para 50%.

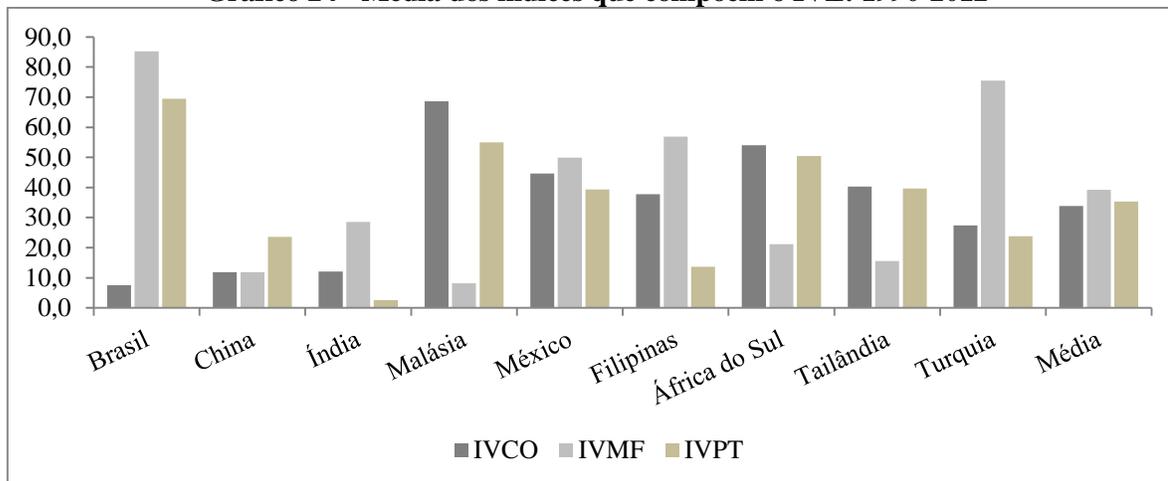
No que tange à esfera monetário-financeira, a relação Dívida externa/Exportações diminuiu significativamente para o Brasil entre os dois subperíodos, entretanto, relativamente às duas economias asiáticas, ela permanece bastante elevada. Entre 1990-1995, para o Brasil, a proporção média era de 332%, tendo caído para 141% entre 2007-2012. No caso chinês, esta passou de 104 para 30,8%, e no indiano, de 30 para 18,2%. Por fim, no caso brasileiro, a proporção Serviço da dívida pública/Exportações caiu de 16% em média, no primeiro subperíodo, para 7,8% no segundo. Na China e Índia, esta relação passou de 10 para 0,5%, e de 26 para 2,8%, respectivamente (ver apêndice do ensaio).

Estes indicadores refletem a estratégia de crescimento e de inserção externa, no caso dos asiáticos, pautada, sobretudo, nas exportações e na menor dependência de investimentos estrangeiros, em contraste à estratégia de crescimento com endividamento ou poupança externa, caso do Brasil.

Gráfico 23 - Índice de vulnerabilidade externa estrutural – Média: 1990-2012

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI, Banco Mundial e UNCTAD (2013).

Outra constatação que merece destaque é que, ao longo do período 1990-2012, a economia brasileira foi a que esteve mais vulnerável, do ponto de vista estrutural, entre as economias do grupo (gráfico 23).

Gráfico 24 - Média dos índices que compõem o IVE: 1990-2012

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI, Banco Mundial e UNCTAD (2013).

Esse resultado se explica, pois, conforme mostra o gráfico 24, comparativamente aos outros países do grupo, a média dos índices IVMF e IVPT para o Brasil foi bastante elevada, embora o IVCO tenha apontado um aspecto positivo, ficando significativamente abaixo da média do grupo, haja vista a presença de economias com uma elevada proporção Exportações/PIB,

notadamente a Malásia e a Tailândia, bem como o México e a África do Sul, que apresentam uma alta relação Importações/Reservas internacionais (ver apêndice do ensaio).

3.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após uma breve apresentação do histórico da integração financeira mundial, procurou-se definir o que é tratado nesse trabalho como vulnerabilidade externa, bem como os mecanismos por meio dos quais ela é afetada pela maior integração dos mercados globais. Nesse sentido, destaca-se a distinção entre a vulnerabilidade externa conjuntural e a estrutural, sendo a primeira um fenômeno essencialmente de curto prazo, e a última, de longo prazo. Essa definição de conceitos é de fundamental importância, uma vez que uma melhora nos indicadores de vulnerabilidade externa conjuntural não implica uma melhora estrutural, e, portanto, da restrição externa ao crescimento ou da capacidade de solvência do país no longo prazo.

No país há ampla divulgação dos efeitos da abertura comercial e financeira brasileira considerando apenas a vulnerabilidade externa conjuntural. No período recente, o crescimento das exportações e dos investimentos estrangeiros diretos, o elevado nível de reservas internacionais, a dívida externa líquida negativa, entre outras variáveis, e os indicadores conjunturais de vulnerabilidade externa subjacentes a estas variáveis têm levado muitos analistas econômicos à conclusão de que o Brasil estaria protegido dos mecanismos de transmissão internacional de crises.

No entanto, a vulnerabilidade externa estrutural, em conjunturas internacionais favoráveis, é camuflada pelo melhor desempenho da balança comercial do país, cujos superávits podem conseguir compensar déficits estruturais da balança de serviços e rendas, e impactar positivamente a conta de transações correntes resultando, assim, menor dependência de financiamento, no curto prazo, do capital internacional. Mas nos momentos de deterioração do cenário internacional e perda de dinamismo das exportações, a vulnerabilidade externa estrutural reaparece.

A relativa estabilidade com que o Brasil atravessou a crise de 2008 não deve ser vista com tanto otimismo, uma vez que os elevados preços internacionais das *commodities* foram determinantes para tal processo. No entanto, como observado nesse trabalho, é justamente a dependência das exportações de *commodities* primárias e bens intensivos em recursos naturais

que evidencia a vulnerabilidade externa estrutural do país, ou seja, uma queda expressiva da demanda internacional e dos preços desses produtos teria impacto desastroso sobre as contas externas e explicitaria com toda a força, novamente, a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira.

Além disso, nos últimos anos, mesmo com a “boa” *performance* na esfera comercial, a conta de transações correntes piorou aceleradamente em virtude da taxa de crescimento do PIB um pouco maior, e, principalmente, do câmbio apreciado. Na esteira da necessidade de equilibrar os déficits em transações correntes com superávits na conta capital e financeira, verifica-se que os passivos externos têm crescido com maior rapidez que os ativos externos, incluindo as reservas internacionais, o que, por definição, significa o aumento do PEL. A composição deste passivo, em boa parte de curto prazo, deixa a economia brasileira ainda mais vulnerável e dependente do ciclo internacional de liquidez, reforçando a armadilha na qual a economia brasileira se encontra: saldos comerciais insuficientes para garantir sequer a remuneração, sob a forma de juros, lucros e dividendos, do capital estrangeiro que aporta no país, o que implica necessidade de fechar a conta mediante a expansão do passivo, novamente.

Desse modo, a deterioração das contas externas está expressa nos desequilíbrios de indicadores tanto de fluxo (balança comercial, conta de serviços e rendas, etc), como de estoque (passivo e ativo externos). Esses desequilíbrios de fluxos e estoques referentes às relações econômicas internacionais explicitam, de fato, a elevada vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira. Ao final de 2012, o passivo externo financeiro era duas vezes e meia superior às reservas internacionais, de maneira que o país se encontrava em “posição descoberta” em cerca de US\$ 592 bilhões, em 2013, em dados preliminares até março. No caso de deterioração das expectativas ou crise internacional, o potencial desestabilizador dessa falta de cobertura cambial é enorme, haja vista que as reservas internacionais podem reduzir aceleradamente. No que tange à Posição Internacional de Investimento negativa, a situação é ainda pior, já que em 2010 o Brasil apresentou a terceira mais negativa do mundo.

Acrescenta-se que o argumento de que a vulnerabilidade externa reduziu-se na medida em que a dívida externa tornou-se menor que o montante de reservas internacionais não é válido, uma vez que sua queda na participação no passivo externo tem sido compensada pelo aumento do peso relativo dos investimentos diretos e indiretos (ações, títulos de renda fixa e derivativos), que também implicam pressão sobre a saída de divisas na forma de juros, lucros e dividendos.

A análise comparativa da vulnerabilidade externa estrutural entre alguns países recentemente industrializados (NICs), a partir do índice IVE de Gonçalves (2005), também levanta questões interessantes. Verificou-se que no período 1990-2012 o Brasil apresentou a maior vulnerabilidade, do ponto de vista estrutural, entre as economias do grupo, ao passo que China e Índia, caracterizadas por uma inserção mais ativa e autônoma na economia global, apresentaram os menores índices. Nesse sentido, destacou-se que a elevada vulnerabilidade externa do Brasil, relativamente ao demais, decorre das esferas produtivo-tecnológica e monetário-financeira, reflexo histórico da forte dependência de financiamento externo para equilíbrio das suas contas externas, bem como de uma estratégia deliberada de crescimento com poupança externa.

Por fim, conclui-se que a redução da vulnerabilidade externa estrutural passa pela capacidade da economia brasileira de reequilibrar sua conta de transações correntes, tornando-se menos dependente de superávits na conta financeira, isto é, menos dependente dos ciclos de liquidez internacional. No entanto, dada a composição da pauta exportadora, isso se constitui em tarefa difícil. Sem o resgate de uma política de desenvolvimento, que promova modificações na estrutura produtiva, e produza reflexos na pauta exportadora brasileira, o único meio de ampliar os saldos comerciais é a expansão contínua dos preços e da demanda internacional por *commodities*.

Porém, até mesmo uma estratégia de desenvolvimento não poderá ser implementada sem a deterioração da própria balança comercial, haja vista o elevado conteúdo importado da produção industrial nacional. Nesse sentido, o Brasil parece ter desperdiçado o último ciclo de liquidez internacional para promover políticas que fossem capazes de conceber a transformação de sua estrutura produtiva, sendo um desafio imperativo para o futuro.

REFERÊNCIAS

- ALBUQUERQUE, E. M. Notas sobre a Contribuição de Kenneth Arrow para a Fundamentação Teórica dos Sistemas Nacionais de Inovações. **Revista Brasileira de Economia**, abr./Jun, 1996.
- AMADEO, E. **O que divide os economistas brasileiros**. Relatório Especial. São Paulo: Tendências Consultoria Integrada, p. 9, maio/2003. Disponível em: www.econ.puc-rio.br/gfranco. Acesso em: 15/12/2012.
- AMADO, A.; RESENDE, M. F. Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 1, p. 41-59, jan./mar. 2007.
- AMADO, A. M. Minsky e o ciclo econômico: uma análise para economias periféricas. VIII Encontro de Economia Política. **Anais...** Florianópolis, 2003.
- BCB. Banco Central do Brasil. Endereço Eletrônico: <http://www.bcb.gov.br/>. Acesso: Jan/2013.
- BANCO MUNDIAL – The World Bank. **Data**. Disponível em: <http://data.worldbank.org/>.
- BALASSA, B. Trade liberalization and “revealed” comparative advantage. **The Manchester School**, v. XXXIII, nº 2, 1965, p. 99-123.
- BATISTA, P. **O Consenso de Washington**: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos. São Paulo: PEDEX, 1994.
- BIANCARELI, A. Riscos na travessia? O financiamento externo e os desafios futuros da economia brasileira. In: CARNEIRO, R. e MATISJACIC, M. **Desafios do Desenvolvimento Brasileiro**. Brasília, IPEA, 2011
- BIANCARELI, A. M. Inserção externa e financiamento: notas sobre padrões regionais e iniciativas para a integração na América do Sul. **Cadernos do Desenvolvimento** vol. 3 128 (5). Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento. Rio de Janeiro, dezembro/2008.
- BOZYK, P. **Globalization and the Transformation of Foreign Economic Policy**. Ashgate Publishing, Ltd, 2012.
- BRYNJOLFSSON, E.; HITT, L. M. **Computing productivity**: firm-level evidence. MIT Sloan Working Paper 4.210-4.301, junho, 2003.
- CARBINATO, D.; CORRÊA, D. **Aspectos estruturais da vulnerabilidade externa brasileira**: análise do fluxo comercial do país para o período recente. Informações FIPE, jun-2009.

CARCANHOLO, M. Inserção externa e vulnerabilidade da economia brasileira no governo Lula. In: CORECON-RJ. **Os Anos Lula**. Contribuições para um Balanço Crítico 2003-2010. Rio de Janeiro: Editora Garamond, p. 109-132, 2010.

CARVALHO, C. E. A crise internacional desafia o modelo brasileiro de abertura e liberalização. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, p. 111-123, 2009.

CHANG, H. J. **Maus Samaritanos**: O mito do livre-comércio e a história secreta do capitalismo. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. Desenvolvimento e estabilização sobre finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, Campinas, (7): 129-154, dez. 1996.

CYSNE, R. P. **Passivo Externo Líquido Versus Dívida Externa Líquida**. 2008. Disponível em: <http://www.fgv.br/professor/rubens/homepage/>. Acesso em jan/2013.

CYSNE, R. P; GRAHL, P. G. Brasil 2007: **Uma Análise das Contas Externas**. Ed. FGV, Rio de Janeiro, 2007.

DAMASCENO, A. **Integração financeira internacional, fluxos internacionais de capitais e crescimento econômico**: teoria e evidência. Tese (Doutorado em Teoria Econômica). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2008.

DEVLIN, R.; FRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES; S. Crescimento dos fluxos de capital e desenvolvimento: uma visão geral das questões de política econômica. **Pesquisa Planejamento Econômico**, vol. 24, nº 3. Dez, 1994.

DOSI, G; PAVITT, K; SOETE, L. **The economics of technological change and international trade**. Brighton, Wheatshaf, 1990.

FAJNZYLBER, R.F. **La Industrializacion Trunca de América Latina**. México, Nueva Imagem, 1983.

FILGUEIRAS, L.; PINTO, E. Política econômica do governo Lula e os limites do crescimento. In: GOMES, F.; PINTO, E. (Org.). **(Des)ordem e regresso**: o período de ajustamento neoliberal no Brasil, 1990-2000. São Paulo: Mandacarú; Hucitec, 2009, v. 1. p. 252-284.

FILGUEIRAS, L; GONÇALVES, R. **A Economia Política do Governo Lula**. Rio de Janeiro: Ed. Contraponto, 2007.

FMI – Fundo Monetário Internacional. World Economic Outlook Reports. **Tensions from the Two-Speed Recovery**: Unemployment, Commodities, and Capital Flows. Abril 2011. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01>. Acesso em: Jan/2013.

FMI. – Fundo Monetário Internacional. **Balance of Payments Manual**, 5th ed. – Washington, DC, USA, 1993.

FMI – Fundo Monetário Internacional. **External Debt Statistics: Guide For Compilers and Users**. Washington DC. USA, 2003.

FREEMAN, C. The National System of Innovation in historical perspective. **Revista Brasileira de Inovação**, V3, N. 1, Janeiro/junho, 2004.

GENTIL, D. L.; ARAÚJO, V. L. **Dívida pública e Passivo Externo: Onde está a ameaça?** Texto para Discussão, n. 1768. Ipea. Brasília, set/2012.

GONÇALVES, R. **Ciclo econômico e vulnerabilidade externa estrutural do Brasil**. 2012. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br>. Acesso: Jun/2012.

GONÇALVES, R. **Governo Lula e o Nacional-desenvolvimentismo às avessas**. 2011. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br>. Acesso: Jun/2012.

GONÇALVES, R.; CARCANHOLO, M. D.; FILGUEIRAS, L.; PINTO, E. C. **Vulnerabilidade Externa Estrutural da América Latina**. Texto originalmente preparado para a reunião do Grupo de Trabalho CLACSO "Setores Dominantes na América Latina", 2-3 de abril 2008.

GONÇALVES, R. **Economia Política Internacional: Fundamentos Teóricos e as Relações Internacionais do Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GONÇALVES, R. **O nó econômico**. Rio de Janeiro: Editora Record, 2003.

GONÇALVES, R. **Globalização econômica e vulnerabilidade externa**. Trabalho apresentado no Seminário “Economia Global, Integração Regional e Desenvolvimento Sustentável”, Colégio do Brasil e Universidade Federal Fluminense, Rio de Janeiro, 17 de abril de 1998. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br>. Acesso: Jun/2012.

GUILLÉN, M. F. **The Limits of Convergence**. Princeton University Press, 2003.

HERMINIDA, C. C.; XAVIER, C. L. Competitividade da indústria brasileira no período recente: desempenho de categorias selecionadas a partir da taxonomia de Pavitt. **Revista Brasileira de Inovação**, Campinas (SP), 11 (2), p. 365-396, julho/dezembro, 2012.

HOLLAND, M; XAVIER, C. L. Dinâmica e competitividade setorial das exportações brasileiras: uma análise de painel para o período recente. In: XXXII Encontro Nacional de Economia – ANPEC. **Anais...** João Pessoa, 2004.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Produção Industrial Mensal (PIM); Produção Industrial Anual (PIA)**. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/>. Acesso: Jan/2013.

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. O mapa das exportações. **Revista Desafios do Desenvolvimento**, n. 52, julho 2009.

IPEADATA. Base de dados econômicos e financeiros mantida pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/>. Acesso: Jan/2013.

JABBOUR, E; ACIOLY, L; MIGUEL, S. I Seminário BRIC: **Oportunidades e Desafios**: Breves notas comparativas em economia e história (2006). Disponível em: <http://www2.camara.gov.br/eve/realizados/bric/programacao.html>. Acesso: Jan/2013.

JAYME JUNIOR, F. G.; RESENDE, M. F. C. Restrição externa ao crescimento: evidências recentes no Brasil. **Economia & Tecnologia** - Ano 04, Vol. 12 – Jan./Março de 2008.

JORGENSON, D. W; HO, M. S. E; STIROH, K. J. **Information technology, education, and the sources of economic growth across industries**. National Bureau of Economic Research, abril, 2002. Disponível em: <http://www.nber.org/chapters/c10627.pdf>

KREGEL, J. Risco e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. **Economia e Sociedade**, Campinas, (7): 29-49, dez.1996.

LAAN, C. R. v. d. **Liberalização da conta de capitais: evolução e evidências empíricas para o caso brasileiro recente (1990-2005)**. FCE/UFGRS. Dissertação (Mestrado). Porto Alegre, 2007.

LACERDA, A. C. et al. **Economia brasileira**. São Paulo: Saraiva, 2010.

LACERDA, A. C; OLIVEIRA, A. Financiamento externo e instabilidade: uma abordagem pós-keynesiana sobre a economia brasileira do período 1999-2008. **Anais do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. Porto Alegre, Set/2009.

LALL, S. **Export performance, technological upgrading and foreign direct investment strategies in the Asian newly industrializing economies** – With special refer to Singapore. Cepal, 2000.

McKinsey Global Institute. **U.S. Productivity Growth 1995-2000**. Understanding the Contribution of Information Technology Relative to Other Factors. Washington DC: McKinsey & Co, 2001.

MDIC/Secex – Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. Disponível em: <http://www.mdic.gov.br>. Acesso: Jan/2013.

OCAMPO, J. A.; PARRA, M. A. **The Dual Divergence**: Growth Successes and Collapses in the Developing World since 1980. DESA Working Paper n. 24, June 2006.

OCAMPO, J. A. The quest for dynamic efficiency: Structural dynamics and economic growth in developing countries. In José Antonio Ocampo (ed.). **Beyond Reforms**: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability. Stanford. 2005.

OECD. Organization for Economic Cooperation and Development. **Structural Adjustment and Economic Performance**. Paris, 1987.

- PAULANI, L. M. (2012). A Inserção da Economia Brasileira no Cenário Mundial: uma reflexão sobre a situação atual à luz da história. In: **Boletim de Economia Política Internacional**, n. 10, pp. 89-102. IPEA. Brasília, abr-jun/2012.
- PAVITT, K. Sectoral Patterns of technical change: towards a taxonomy and a Theory. **Research Policy** 13, p. 343-373. 1984.
- PINHEIRO, A. M. O retorno dos fluxos de capitais à América Latina na década de noventa: uma explicação alternativa à visão convencional. **Revista EconomiA**, Brasília(DF), v.9, n.3, p. 519–544, set/dez 2008.
- PLIHON, D. **A Globalização Financeira**. Colóquio Pobreza, Dívida Externa e as Três Instituições Irmãs: FMI, Banco Mundial e OMC. Faculdade de Economia Universidade de Coimbra, Abril de 2007.
- PRATES, D. M.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, C. T. M. O Brasil e a crise financeira global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas. **Revista Economia Contemporânea**, v. 15, n. 1, p. 62-91. Rio de Janeiro, jan-abr/2011.
- REINERT, E. S. The role of the State in economic growth. **Journal of Economic Studies** 26(4/5): 268-326, 1999.
- RESENDE, M. F. C. **Inserção internacional, arranjos financeiros e crescimento da economia brasileira: 1947-2003**. Texto para discussão N° 244. UFMG/Cedeplar. Belo Horizonte, 2004.
- REZENDE, T. K. **Vulnerabilidade externa e o impacto da crise global na América Latina**. IE/UFRJ. Dissertação (Mestrado). Rio de Janeiro, 2010.
- SAMBATTI, A; RISSATO, D; BRANDENBURG, A. Investimento externo direto e a inserção internacional dos países em desenvolvimento: a experiência da China e do Brasil. **Revista Capital Científico**, v. 9, n. 1. Guarapuava, jan-jun/2011.
- Secretaria de Comércio Exterior – SECEX. Estatísticas de Comércio Exterior. Disponível em: <http://www.desenvolvimento.gov.br//sitio/interna/index.php?area=5>. Acesso: Jan/2013.
- UNCTAD – United Nations Conference On Trade And Development. **Trade and Development Report** 2004, Genebra, 2004. Disponível em: <<http://www.unc-tad.org>>.
- UNCTAD – United Nations Conference On Trade And Development. **Statistics**. Disponível em: <<http://www.unc-tad.org>>.
- WILLIAMSON, J. (ed.). **Latin American Adjustment**. Washington, DC: Institute of International Economics, 1990.

APÊNDICE B – COMPONENTES DO IVE

Tabela I – Exportações/PIB (Em %)

	Brasil	China	Índia	Malásia	México	Filipinas	África do Sul	Tailândia	Turquia
1990	8,15	14,70	6,92	75,59	16,37	24,90	24,24	34,01	9,94
1991	8,67	16,11	8,33	77,83	14,38	26,77	21,75	36,73	10,30
1992	10,87	16,14	8,67	75,98	13,35	26,29	21,34	37,66	10,71
1993	10,50	14,12	9,65	78,92	11,99	28,30	22,47	38,96	10,17
1994	9,51	21,27	9,70	89,15	13,17	30,53	22,10	38,87	15,90
1995	7,25	20,23	10,64	94,09	24,92	32,81	22,77	41,84	14,81
1996	6,56	20,05	10,19	91,58	26,44	36,56	24,71	39,25	16,03
1997	6,82	21,75	10,49	93,29	24,94	44,19	24,59	48,01	18,28
1998	6,93	20,35	10,81	115,74	25,45	44,76	25,67	58,88	21,34
1999	9,41	20,17	11,31	121,31	25,17	45,49	25,35	58,30	19,44
2000	9,98	23,33	12,83	119,81	25,96	51,37	27,85	66,78	20,10
2001	12,17	22,60	12,37	110,40	23,36	46,03	30,11	65,86	27,44
2002	14,05	25,13	14,05	108,30	23,18	46,75	32,85	64,19	25,22
2003	14,99	29,56	14,69	106,94	24,59	47,16	27,88	65,68	22,99
2004	16,43	33,95	17,55	115,37	26,09	48,57	26,38	70,70	23,55
2005	15,13	37,08	19,28	112,89	26,46	46,13	27,39	73,57	21,86
2006	14,36	39,13	21,07	112,15	27,58	46,58	29,99	73,65	22,67
2007	13,36	38,41	20,43	106,14	27,76	43,26	31,52	73,42	22,32
2008	13,66	34,99	23,62	99,46	27,86	36,91	35,84	76,44	23,91
2009	10,96	26,72	20,05	91,40	27,30	32,20	27,19	68,35	23,32
2010	10,87	29,40	21,94	93,31	30,00	34,80	27,37	71,29	21,21
2011	11,90	28,54	23,88	91,67	31,49	31,97	29,25	76,94	23,98
2012	12,55	27,35	23,83	87,22	32,90	30,80	28,26	74,98	26,47

Fonte: FMI, Banco Mundial e UNCTAD. Elaboração própria.

Tabela II - Importações/Reservas internacionais (Em %)

	Brasil	China	Índia	Malásia	México	Filipinas	África do Sul	Tailândia	Turquia
1990	12,16	122,85	41,46	9,29	14,71	49,98	65,91	3,54	7,21
1991	368,47	112,73	301,23	341,72	335,71	333,63	659,39	227,03	379,76
1992	140,77	297,03	289,76	244,91	384,48	337,85	703,97	215,62	367,55
1993	125,58	359,62	186,85	187,56	275,39	364,72	806,92	207,37	444,79
1994	130,01	193,09	137,69	256,64	1306,60	359,90	818,39	208,33	308,57
1995	131,08	168,50	189,46	352,56	422,30	420,87	747,96	220,99	297,11
1996	117,70	137,95	182,24	326,11	488,35	346,81	1424,17	214,35	283,39
1997	151,99	112,27	174,76	430,98	401,22	558,32	585,47	261,39	292,15
1998	171,68	107,03	174,35	257,91	410,06	359,11	597,61	162,81	264,22
1999	174,66	117,59	170,29	246,32	469,48	272,19	404,00	161,22	197,14
2000	229,29	145,95	158,61	329,31	516,03	286,82	429,85	218,45	261,80
2001	208,32	123,30	132,96	289,00	402,49	257,15	405,11	207,59	229,51
2002	167,70	110,17	109,62	271,97	364,53	277,60	413,42	187,54	193,45
2003	135,33	107,86	91,65	217,00	318,28	268,63	526,94	199,26	204,89
2004	157,34	97,37	105,83	178,50	335,85	304,32	393,28	213,11	275,28
2005	188,90	85,65	133,31	185,29	327,42	288,66	333,61	252,92	233,25
2006	145,44	78,90	129,15	177,45	364,84	257,39	330,97	216,82	231,45
2007	89,77	66,91	109,48	163,76	350,85	191,94	297,41	183,63	232,51
2008	114,97	62,71	136,32	193,40	347,98	182,27	312,20	181,41	280,94
2009	75,66	45,38	121,95	148,79	257,74	127,03	202,13	110,13	200,29
2010	88,39	52,18	149,75	177,40	271,03	117,26	228,48	118,38	227,61
2011	88,81	58,61	190,17	162,81	254,83	106,25	246,45	143,11	287,64
2012	84,43	59,53	193,33	164,33	243,05	101,48	237,36	148,91	208,96

Fonte: FMI, Banco Mundial e UNCTAD. Elaboração própria.

Tabela III – IED/PIB (Em %)

	Brasil	China	Índia	Malásia	México	Filipinas	África do Sul	Tailândia	Turquia
1990	7,99	5,30	0,51	23,79	7,51	6,67	8,22	9,62	5,51
1991	9,46	6,12	0,63	25,32	8,61	7,33	8,49	10,70	5,89
1992	12,10	7,39	0,68	28,50	8,60	6,83	8,16	11,24	5,99
1993	12,46	10,37	0,88	30,78	7,96	7,29	8,19	11,56	5,54
1994	11,31	13,26	1,05	30,77	6,22	7,42	9,28	10,88	8,00
1995	6,22	13,89	1,54	32,34	11,84	8,20	9,93	10,53	6,56
1996	6,53	14,96	2,04	35,72	11,68	8,99	9,20	10,83	6,42
1997	8,00	16,16	2,51	42,28	11,48	10,41	11,24	8,84	6,45
1998	11,79	17,18	3,28	62,44	12,52	15,58	11,68	22,78	6,46
1999	17,44	17,19	3,24	61,86	15,08	14,98	38,90	25,37	7,28
2000	18,96	16,13	3,44	56,24	14,74	16,99	32,68	25,36	7,06
2001	22,01	15,33	3,99	36,61	19,34	13,62	25,78	30,08	10,36
2002	19,93	14,89	4,94	37,23	18,61	14,21	27,48	31,46	8,09
2003	24,04	13,92	5,27	37,37	20,53	13,60	27,86	35,88	10,96
2004	24,30	12,71	5,27	34,51	23,44	13,94	29,37	34,18	9,83
2005	20,56	12,06	5,18	30,97	26,05	14,53	31,98	35,63	14,76
2006	20,25	10,78	7,47	33,00	26,57	13,84	33,60	38,89	17,92
2007	22,66	9,36	8,54	39,13	27,83	13,70	38,63	39,10	23,98
2008	17,40	8,36	10,24	31,85	20,99	12,53	24,86	35,46	11,01
2009	24,71	9,48	12,54	39,05	31,07	13,61	41,17	41,74	23,39
2010	31,84	9,91	12,02	41,05	31,54	12,97	42,16	44,68	25,57
2011	28,09	9,72	11,02	39,81	26,04	12,60	33,41	43,54	18,07
2012	31,17	10,13	12,29	43,45	26,75	12,40	36,16	43,48	22,97

Fonte: FMI, Banco Mundial e UNCTAD. Elaboração própria.

Tabela IV – IED/Exportações (Em %)

	Brasil	China	Índia	Malásia	México	Filipinas	África do Sul	Tailândia	Turquia
1990	98,06	36,06	7,32	31,47	45,89	26,80	33,91	28,30	55,37
1991	109,15	38,02	7,55	32,53	59,83	27,40	39,04	29,14	57,21
1992	111,34	45,76	7,78	37,51	64,40	25,99	38,26	29,85	55,92
1993	118,59	73,45	9,16	39,00	66,35	25,74	36,47	29,67	54,48
1994	118,98	62,35	10,78	34,51	47,21	24,32	42,02	27,99	50,32
1995	85,82	68,66	14,44	34,37	47,52	24,97	43,60	25,15	44,29
1996	99,47	74,60	20,01	39,01	44,16	24,58	37,23	27,59	40,04
1997	117,33	74,31	23,91	45,32	46,03	23,56	45,72	18,40	35,27
1998	170,09	84,44	30,30	53,94	49,21	34,81	45,50	38,69	30,28
1999	185,28	85,21	28,65	50,99	59,92	32,92	153,44	43,52	37,45
2000	190,04	69,16	26,84	46,94	56,78	33,06	117,33	37,97	35,11
2001	180,84	67,85	32,27	33,16	82,80	29,59	85,64	45,68	37,77
2002	141,90	59,25	35,16	34,37	80,27	30,41	83,67	49,01	32,07
2003	160,41	47,09	35,83	34,95	83,47	28,84	99,93	54,62	47,68
2004	147,91	37,43	30,05	29,91	89,86	28,70	111,33	48,35	41,75
2005	135,88	32,51	26,86	27,44	98,45	31,50	116,77	48,43	67,55
2006	141,01	27,56	35,44	29,43	96,34	29,71	112,06	52,81	79,04
2007	169,52	24,37	41,80	36,87	100,24	31,67	122,58	53,25	107,40
2008	127,34	23,90	43,34	32,02	75,33	33,94	69,37	46,38	46,04
2009	225,33	35,48	62,54	42,72	113,78	42,26	151,42	61,06	100,31
2010	292,88	33,72	54,77	43,99	105,14	37,28	154,06	62,68	120,58
2011	236,07	34,07	46,15	43,42	82,71	39,40	114,22	56,59	75,37
2012	248,24	37,04	51,58	49,81	81,32	40,26	127,97	57,99	86,77

Fonte: FMI, Banco Mundial e UNCTAD. Elaboração própria.

Tabela V – Dívida externa total/Exportações (Em %)

	Brasil	China	Índia	Malásia	México	Filipinas	África do Sul	Tailândia	Turquia
1990	320,30	105,03	26,54	52,10	233,74	266,49	79,82	129,43	252,62
1991	366,48	109,91	32,56	52,35	218,50	247,12	82,87	118,27	270,52
1992	340,64	109,02	31,67	58,18	235,80	234,21	77,80	127,74	299,62
1993	332,13	116,06	34,99	57,46	226,61	236,11	73,93	138,10	268,54
1994	309,80	99,30	28,53	51,72	235,30	181,66	84,50	178,34	264,28
1995	325,82	87,49	25,84	47,47	180,65	163,28	75,70	160,50	236,79
1996	360,90	85,45	23,65	51,14	139,12	151,09	84,60	153,60	216,70
1997	407,30	69,48	23,30	45,38	131,34	132,98	67,70	144,83	207,77
1998	419,00	71,62	23,30	50,25	129,34	180,93	70,35	147,11	177,14
1999	439,09	66,66	21,77	43,69	103,12	154,83	74,53	111,67	240,54
2000	357,47	65,84	20,97	40,19	92,36	140,31	65,69	82,12	210,79
2001	343,96	61,85	21,46	47,19	92,95	171,12	68,81	82,70	240,81
2002	331,90	56,52	22,74	44,53	94,32	165,02	100,01	71,77	243,18
2003	275,73	46,50	19,62	42,79	93,95	156,58	83,32	62,37	215,83
2004	202,43	37,29	17,14	36,29	83,90	137,78	71,82	51,21	171,24
2005	141,14	33,59	14,53	32,12	76,43	123,43	71,02	45,17	163,07
2006	124,19	30,22	16,81	30,49	65,11	101,00	71,50	40,95	174,14
2007	130,53	27,69	16,48	30,70	68,83	91,49	77,01	34,60	178,90
2008	116,39	23,93	18,57	29,45	67,42	90,83	69,44	31,95	165,50
2009	158,34	33,45	18,77	37,74	81,80	102,68	99,64	42,82	193,50
2010	151,24	32,11	17,05	36,85	77,58	87,49	102,97	45,11	192,93
2011	137,22	33,99	17,99	35,65	78,35	85,18	97,90	40,46	164,44
2012	155,71	33,54	20,58	39,11	91,63	79,66	126,62	48,92	161,72

Fonte: FMI, Banco Mundial e UNCTAD. Elaboração própria.

Tabela VI – Serviço da dívida externa pública e garantida pelo setor público/Exportações (Em %)

	Brasil	China	Índia	Malásia	México	Filipinas	África do Sul	Tailândia	Turquia
1990	15,21	10,20	26,26	11,15	16,09	23,76	5,47	11,21	32,31
1991	14,84	10,74	26,07	5,76	18,03	20,52	5,67	5,14	33,54
1992	12,65	10,05	24,57	7,57	27,65	24,56	5,33	5,05	32,60
1993	11,58	10,80	25,21	6,41	17,24	24,95	5,06	4,52	28,26
1994	16,70	8,54	26,75	6,21	16,65	16,75	4,94	4,69	27,42
1995	23,67	9,30	27,20	3,00	17,79	15,93	5,13	3,93	27,03
1996	23,58	8,67	24,62	4,46	25,10	12,04	6,29	3,07	21,42
1997	22,43	8,12	24,70	2,96	23,14	8,14	5,87	2,77	18,65
1998	29,70	6,17	22,71	2,56	13,46	11,11	7,71	3,46	18,35
1999	39,86	6,64	15,62	2,88	10,75	11,28	3,10	5,71	17,54
2000	27,79	5,14	16,15	2,83	13,50	10,56	5,94	5,60	18,17
2001	23,51	4,43	13,74	3,64	14,18	15,59	7,17	6,76	21,40
2002	30,79	3,56	16,15	5,01	11,08	14,53	4,96	9,36	17,17
2003	25,03	2,88	19,85	4,89	12,41	14,26	4,70	7,82	17,88
2004	18,84	1,21	7,34	3,66	12,43	15,43	3,28	4,31	13,12
2005	12,12	1,05	9,63	3,68	10,09	12,12	5,88	2,42	11,77
2006	20,24	0,82	3,04	1,99	14,57	14,89	5,35	2,09	8,78
2007	11,61	0,63	4,07	2,35	7,42	7,86	2,32	1,19	8,15
2008	9,92	0,59	5,18	1,11	7,18	10,08	3,62	1,43	7,39
2009	7,56	0,64	2,43	3,37	7,32	12,32	3,24	1,01	7,85
2010	6,35	0,58	1,66	1,25	6,31	14,09	2,87	0,45	6,80
2011	7,23	0,67	1,81	1,75	5,39	10,80	2,74	0,55	5,17
2012	4,14	0,46	1,81	1,73	9,61	7,10	4,68	0,42	4,95

Fonte: FMI, Banco Mundial e UNCTAD. Elaboração própria.

4. CONCLUSÕES

No que tange a fragilidade financeira externa à la Minsky abordada no primeiro ensaio desse trabalho, a análise dos indicadores IFE e IFFE evidenciou que a crescente tendência em direção à liberalização financeira e conversibilidade da conta de capitais representou papel relevante na determinação da fragilidade externa do país no período abordado. Os indicadores refletiram bem a volatilidade e irregularidade dos fluxos estrangeiros de capitais, mesmo nos períodos de abundante liquidez internacional, demonstrando o caráter financeiramente instável das economias globalizadas. Ainda, ambos os indicadores ressaltaram a importância dos investimentos estrangeiros diretos e financiamentos de longo prazo para o arrefecimento dessa fragilidade, e, principalmente, a necessidade de um volume elevado de reservas internacionais como política de ampliação das margens de segurança.

Não obstante, apesar da melhora relativa dos indicadores de fragilidade externa nos últimos anos, não é razoável supor que a economia brasileira esteja imune a choques externos adversos. Como sublinhado por Minsky, a estabilidade é desestabilizadora, isto é, ao longo de períodos de prosperidade prolongada, a economia transita das relações financeiras que contribuem para um sistema estável para relações financeiras que contribuem para um sistema instável. Nesse sentido, o potencial de fragilidade financeira da economia brasileira manifesta-se no padrão de financiamento das transações correntes, suscetível que é às condições do mercado financeiro internacional. Assim diante de um quadro de déficits recorrentes em conta corrente, quanto maior o volume de financiamento via investimentos especulativos, maior é o potencial de evasão de capitais em momentos de reversão de expectativas por parte dos agentes econômicos, o que se reflete na fragilidade externa do país. Com efeito, mesmo que haja uma melhora dos índices de fragilidade como resultado de substituição de fontes de curto prazo por fontes de prazo mais estendido, significando, assim, uma melhora na liquidez de curto prazo do país, isto não implica necessariamente uma melhora na solvência do país no curto e longo prazo, haja vista que esta ocorre apenas com a melhora da conta comercial e da conta corrente.

Posto isso, tendo em vista as próprias limitações dos índices de fragilidade financeira, bem como sua resposta de cunho predominantemente conjuntural, procedeu-se no segundo ensaio a uma análise de enfoque estrutural da vulnerabilidade externa da economia brasileira, a fim de

compreender melhor seu processo de inserção internacional, mas, principalmente, examinar a sua capacidade de resistência a pressões no longo prazo.

Nesse ponto, pôde-se verificar que apesar de ter havido uma melhora nos indicadores conjunturais de vulnerabilidade externa - como é o caso dos próprios indicadores de fragilidade do primeiro ensaio - resultantes do crescimento das exportações e dos investimentos estrangeiros diretos, além do elevado nível de reservas internacionais, os recorrentes desequilíbrios de fluxos e estoques referentes às relações econômicas internacionais do país apontam uma elevada vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira.

Além de uma estrutura produtiva concentrada em bens de menor valor agregado, que resulta em baixa absorção de progresso técnico e dos efeitos *spillovers* positivos da produção industrial em setores mais intensivos em tecnologia, a análise da esfera comercial evidenciou uma excessiva dependência das exportações de *commodities* primárias e bens intensivos em recursos naturais, trazendo na esteira uma instabilidade de receita de exportações. Nesse cenário, uma queda expressiva da demanda internacional e/ou dos preços desses produtos teria impacto desastroso sobre as contas externas e explicitaria com toda a força, novamente, a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira. Acrescenta-se que a necessidade de equilibrar os déficits em transações correntes com superávits na conta capital e financeira tem exercido forte pressão à esfera financeira.

Os passivos externos do país têm crescido a um ritmo acelerado, que não é acompanhado pelo crescimento dos ativos externos, incluindo as reservas internacionais, o que, por definição, significa o aumento do passivo externo líquido. Ao final de 2012, o passivo externo financeiro era duas vezes e meia superior às reservas internacionais, de maneira que o país se encontrava em “posição descoberta” em cerca de US\$ 621 bilhões, em 2013, em dados preliminares até março. No caso de deterioração das expectativas ou crise internacional, o potencial desestabilizador dessa falta de cobertura cambial é enorme, haja vista que as reservas internacionais podem reduzir aceleradamente. No que tange à Posição Internacional de Investimento negativa, a situação é ainda pior, já que em 2010 o Brasil apresentou a terceira mais negativa do mundo.

Ademais, o fato de a composição deste passivo ser em boa parte de curto prazo deixa a economia brasileira ainda mais vulnerável e dependente do ciclo internacional de liquidez, reforçando a armadilha na qual a economia brasileira se encontra: saldos comerciais insuficientes para garantir sequer a remuneração, sob a forma de juros, lucros e dividendos, do capital

estrangeiro que aporta no país, o que implica necessidade de fechar a conta mediante a expansão do passivo, engendrando um círculo vicioso maligno.

A análise comparativa da vulnerabilidade externa estrutural entre alguns países recentemente industrializados (NICs), a partir do índice de vulnerabilidade externa estrutural (IVE) de Gonçalves (2005), também levanta questões interessantes. Verificou-se que no período 1990-2012 o Brasil apresentou o IVE mais elevado entre as economias do grupo, ao passo que China e Índia, caracterizadas por uma inserção mais ativa e autônoma na economia global, apresentaram os menores índices. Nesse sentido, a análise dos dados apontou que a maior vulnerabilidade externa do Brasil, relativamente ao demais, decorre das esferas produtivo-tecnológica e monetário-financeira, reflexo histórico da forte dependência de financiamento externo para equilíbrio das suas contas externas, bem como de uma estratégia deliberada de crescimento com poupança externa.

Finalmente, conclui-se que a redução da vulnerabilidade externa estrutural passa pela capacidade da economia brasileira de reequilibrar sua conta de transações correntes, tornando-se menos dependente de superávits na conta financeira, isto é, menos dependente dos ciclos de liquidez internacional. Nesse sentido, a única saída é a geração autônoma de divisas, por meio de superávits comerciais estruturais (que não dependam da retração da demanda doméstica). No entanto, dada a composição da pauta exportadora, isso se constitui em tarefa árdua. Sem o resgate de uma política de desenvolvimento, que promova modificações na estrutura produtiva, e produza reflexos na pauta exportadora brasileira, o único meio de ampliar os saldos comerciais é a expansão contínua dos preços e da demanda internacional por bens primários e intensivos em recursos naturais.

Porém, até mesmo uma estratégia de desenvolvimento não poderá ser implementada sem a deterioração da própria balança comercial, haja vista o elevado conteúdo importado da produção industrial nacional. Nesse sentido, o Brasil parece ter desperdiçado o último ciclo de liquidez internacional para promover políticas que fossem capazes de conceber a transformação de sua estrutura produtiva, sendo um desafio imperativo para o futuro.

REFERÊNCIAS

- ALVES JUNIOR, A. J.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. R. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana. **Revista Economia Contemporânea**, v. 4, n. 1, p. 79-106, 2000.
- AMADO, A. M; CARUSO, P. R. S. Liberalização, vulnerabilidade financeira e instabilidade: algumas considerações sobre a economia brasileira. **Revista Economia e Sociedade**, v. 20, n. 3 (43), p. 475-499. Campinas, dez/2011.
- ARESTIS, P.; GLICKMAN, M. **Financial crisis in southeast Asia: dispelling illusion the minskyan way**. UEL, Department of Economics, Working Paper No.22, December 1999
- BATISTA, P. **O Consenso de Washington: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos**. São Paulo: PEDEX, 1994.
- BHAGWATI, J. The capital myth: the difference between trade in widgets and trade in dollars. **Foreign Affairs**, Palm Coast, n. 77, p. 7-12, 1998.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. P. Uma escola de pensamento keynesiano-estruturalista no Brasil? **Revista de Economia Política**, vol. 31, nº 2 (122), pp. 305-314, abril-junho/2011.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. P; GALA, P. Macroeconomia estruturalista do desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, vol. 30, nº 4 (120), pp. 663-686, outubro-dezembro/2010.
- CARCANHOLO, M. D. **Abertura externa e liberalização financeira: impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90**. 2002. 255 f. Tese (Doutorado em Economia)-Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.
- CARNEIRO, R. **A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas**. Texto para Discussão, IE/UNICAMP, Campinas, n. 90, p. 1-38, out. 1999.
- CHESNAIS, F. A Globalização e o curso do capitalismo de fim de século. **Economia e Sociedade**, Campinas, (5):1-30, dez, 1995.
- COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. Desenvolvimento e estabilização sobre finanças globalizadas. **Economia e Sociedade, Campinas**, (7): 129-154, dez. 1996.
- DAMASCENO, A. **Integração financeira internacional, fluxos internacionais de capitais e crescimento econômico: teoria e evidência**. Tese (Doutorado em Teoria Econômica). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2008.
- DAVIDSON, P. Liquidity vs. efficiency in liberalized international financial markets: A warning to developing economies. **Brazilian Journal of Political Economy**, 20(3):3-21, 2000.

DEVLIN, R.; FRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES; S. Crescimento dos fluxos de capital e desenvolvimento: uma visão geral das questões de política econômica. **Pesquisa Planejamento Econômico**, vol. 24, nº 3. Dez, 1994.

DOW, S. C. **Money and the economic process**. Aldershot, Edward Elgar, 1993.

DYMSKI, G. A. “Economia de bolha” e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.11, p.73-136, dez. 1998.

EICHENGREEN, B. **Capital Flows and Crises**. Cambridge: The MIT Press, 2004.

EICHENGREEN, B. et al. **Liberalizing capital movements**: some analytical issues. *Economic Issues*, Washington, n. 17, Feb. 1999. Disponível em: www.imf.org/external/pubs/ft/issues17/. Acesso: mar/2013.

EPSTEIN, G. A. **Financialization and the world economy**. Cheltenham, UK/ Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2005.

FOLEY, D.K. Financial fragility in developing economies. In: DUTT, A.K.; ROS, J. (Orgs.). **Development economics and structuralist macroeconomics**. Aldershot: Edward Elgar, 2003. p.157-168.

GONÇALVES, R. **Economia Política Internacional**. Fundamentos Teóricos e as Relações Internacionais do Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GONÇALVES, R. **Globalização econômica e vulnerabilidade externa**. Trabalho apresentado no Seminário “Economia Global, Integração Regional e Desenvolvimento Sustentável”, Colégio do Brasil e Universidade Federal Fluminense, Rio de Janeiro, 17 de abril de 1998. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br>.

HELLEINER, E. **States and the reemergence of global finance**: from Bretton Woods to the 1990s. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

HERMANN, J. O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: “restatement” ou autocrítica? **Nova Economia**, Belo Horizonte, v.13 (2)_137-172, julho-dezembro de 2003. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/>. Acesso em: 06 nov. 2012.

KALECKI, M. Formas de Ajuda Externa. In: **Economias em Desenvolvimento**. Ed. Vértice, 1987.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego do juro e da moeda; Inflação e deflação**. 2.ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

KREGEL, J. **Yes, “it” did happen again**: a minsky crisis happened in Asia. New York: Jerome Levy Economics Institute, 1998.19 p. (Working papers, 234).

KREGEL, J. Risco e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. **Economia e Sociedade**, Campinas, (7): 29-49, dez.1996.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University, 1986.

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.

MUNHOZ, V. **Vulnerabilidade Externa No Brasil: Ensaio Sobre Fluxos Internacionais De Capitais, Instabilidade Financeira E Controles De Capitais**. UFMG/CEDEPLAR. Tese (Doutorado). Belo Horizonte, 2010.

OREIRO, J. L. Autonomia de política econômica, fragilidade externa e equilíbrio do balanço de pagamentos: a teoria econômica dos controles de capitais. **Economia e Sociedade**, 13(2): 1-22. 2004.

PAULA, L. F.; ALVES JUNIOR, A. J. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no real. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 19, n.1, p.72-93, Jan./Mar. 1999.

PINHEIRO, A. M. O retorno dos fluxos de capitais à América Latina na década de noventa: uma explicação alternativa à visão convencional. **Revista EconomiA**, Brasília(DF), v.9, n.3, p. 519–544, set/dez 2008.

PLIHON, D. **A Globalização Financeira**. Colóquio Pobreza, Dívida Externa e as Três Instituições Irmãs: FMI, Banco Mundial e OMC. Faculdade de Economia Universidade de Coimbra, Abril de 2007.

PRASAD, E. et al. **Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence**. Washington, DC: International Monetary Fund, 2003.

PRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, 9(2): 263-288, mai./ago. 2005.

PRATES, D. Abertura financeira e vulnerabilidade externa. In: CARNEIRO, R., *et al.* **Gestão estatal no Brasil: armadilhas da estabilização 1995-1998**. São Paulo: FUNDAP. p. 19-69, 2000.

PRATES, D. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa: A economia brasileira na década de noventa**. Dissertação (Mestrado). Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1997.

RODRIK, D. (1998) **Who needs capital account convertibility?** Cambridge: Harvard University. Disponível em: < <http://www.hks.harvard.edu>>. Acesso em: 21 nov. 2012.

SCHROEDER, S.K. *A Minskian analysis of financial crisis in developing countries*. New York: Center for Economic Policy Analysis (CEPA), 2002. 45 p. (Working paper; 2002-09)

SINGH, A. **Capital account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development**. Cambridge: ESRC Centre for Business Research, 2002. (Working Paper, 245). Disponível em: <http://www.cbr.cam.ac.uk/publications>. Acesso em: 24 nov. 2012.

STIGLITZ, J. Capital market liberalization, economic growth, and instability. **World Development**, v. 28 n. 6, p. 1075-1086, 2000.

THIRLWALL, A. The balance of payments constraint as an explanation of international growth rates differences. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, v. 128, 1979.

THIRLWALL, A.; HUSSAIN, M. The balance of payments constraint, capital flows and growth rates differences between developing countries. **Oxford Economic Papers**, v. 34, 1982.

TONVERONACHI, M. Foreign debt and financial fragility in the perspective of the emerging countries. **Quarterly Review (Banca Nazionale del Lavoro)**, Rome, v. 58, n. 236, p. 23- 48, Mar. 2006.

WILLIAMSON, J. (ed.). **Latin American Adjustment**. Washington, DC: Institute of International Economics, 1990.