

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
MESTRADO EM ECONOMIA

ANDREA FERNANDES RODRIGUES

**FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA: UMA ANÁLISE DA
ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 1994-2012**

VITÓRIA

2013

ANDREA FERNANDES RODRIGUES

**FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA: UMA ANÁLISE DA
ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 1994-2012**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Econômica do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia, na área de concentração de Teoria Econômica.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Ottoni Teatini Salles

VITÓRIA

2013

Dados Internacionais de Catalogação-na-publicação (CIP)
(Biblioteca Central da Universidade Federal do Espírito Santo, ES, Brasil)

R696f Rodrigues, Andrea Fernandes, 1989-
Fragilidade financeira externa : uma análise da economia
brasileira no período 1994-2012 / Andrea Fernandes Rodrigues.
– 2013.

111 f. : il.

Orientador: Alexandre Ottoni Teatini Salles.
Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade
Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e
Econômicas.

1. Política econômica. 2. Economia. 3. Fragilidade financeira
externa. I. Salles, Alexandre Ottoni Teatini. II. Universidade
Federal do Espírito Santo. Centro de Ciências Jurídicas e
Econômicas. III. Título.

CDU: 330

“Fragilidade financeira externa: uma análise da economia brasileira no período 1994-2012”

Andrea Fernandes Rodrigues

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Aprovada em 07 de junho de 2013 por:

Dr. Alexandre Ottoni Teatini Salles – UFES

Dra. Ana Carolina Giuberti – UFES

Dr. Fábio Henrique Bittes Terra – UFU

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus. Graças a Ti, Senhor, consegui vencer mais uma etapa, porque sempre estive presente em minha vida, guiando e iluminando meus passos.

À toda minha família. Em especial a minha mãe, Denise, a quem tenho que expressar uma enorme gratidão e agradecer por todo amor, carinho, confiança e apoio dado a mim. Por estar sempre comigo, prestando-me consolo e segurança, que jamais encontro em outro lugar. À memória de meu pai, Osmar, uma pessoa que gostaria que estivesse aqui para celebrarmos juntos esta vitória. Ao meu irmão Eduardo, pelo apoio e carinho. À minha avó Maria, por todas as dicas e conselhos sábios, mesmo com toda sua simplicidade. Ao tio Armantino e ao tio Ailton, pela força em um dos momentos mais difíceis que enfrentei ao longo desta caminhada e pelas leituras feitas neste trabalho. À tia Conceição, tia Filhinha e ao tio Moacir, agradeço pelas orações constantes.

Ao Rafael, pelo carinho e companheirismo, por suportar a saudade e a renúncia de minha presença. Obrigada pela disposição em me auxiliar neste trabalho, dando sugestões de melhorias, me apoiando, incentivando e vivenciando todas as etapas deste processo.

À todos os professores do mestrado, pela formação acadêmica. Em especial agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Alexandre O. T. Salles, pelo estímulo e cobrança na realização desta Dissertação. Suas críticas e considerações foram úteis para a elaboração do trabalho e me mostrou que posso ser melhor do que subestimava. Aos membros da banca, os professores Dr. Fábio Henrique B. Terra e a Dra. Ana Carolina Giuberti, pela disponibilidade em participar e contribuir com o aprimoramento deste trabalho. À secretária Lucinéia, por sempre atender os pedidos dos alunos.

A todos meus colegas de mestrado, pelo convívio e momentos de descontração. Dentre eles, agradeço especialmente à Thaís, Taiane e Elivânia. Obrigada pelos conselhos, risadas, conversas, cumplicidade necessária para enfrentarmos os momentos de sufoco e a distância de casa. Às minhas amigas de Goiânia, pelas confidências e apoio que eu precisava. Vocês me mostraram que nem o tempo nem a distância nos afastam.

À CAPES, pelo apoio financeiro.

RESUMO

O objetivo deste trabalho consiste em analisar a evolução da fragilidade financeira externa da economia brasileira no período compreendido de 1994 a 2012. Para a sua realização, inicialmente foi realizado uma exposição da Hipótese de Fragilidade Financeira, de Hyman P. Minsky. Em seguida, aplicou-se a estrutura analítica do referido autor para economias abertas. Com isto, o instrumento de estudo utilizado para analisar a capacidade do país de enfrentar choques externos foi o índice de fragilidade financeira externa (IFE), desenvolvido por Paula e Alves (1999), a partir das informações do balanço de pagamento brasileiro. O índice e outros indicadores de solvência externa serão a base para a realização da análise econômica, juntamente com a tipologia da caracterização das posturas financeiras para o setor externo brasileiro proposta neste trabalho. Conclui-se que apesar da economia brasileira ter apresentado uma melhora nos indicadores de vulnerabilidade externa, é necessário a implementação de políticas voltadas para a expansão da capacidade produtiva e da competitividade da indústria nacional.

Palavras chaves: Fragilidade financeira externa; economia brasileira; política econômica.

ABSTRACT

The aim of this study is to analyze the evolution of the external financial fragility of the Brazilian economy in the period between 1994 and 2012. In order to achieve this, it was initially set up a presentation of the Financial Instability Hypothesis, by Hyman P. Minsky. Furthermore, the analytical structure of the above mentioned author was applied to the open economies. Thereby, the study tool used to analyze the country's capacity to face external shocks became the Financial Fragility Index, which was first developed by Paula e Alves (1999) and based on the Brazilian balance of payments. This index and other external solvency indicators were the basis for the realization of the economic analysis, together with the typology of the features of the financial positions towards the external sector in Brazil. It is concluded that although the Brazilian economy had an improvement in external vulnerability indicators, it is necessary to implement policies aiming to expand the production capacity and the competitiveness of domestic industry.

Key-Words: External financial fragility; Brazilian economy; economic policy.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1.1 - Estrutura de ativos e passivos e agentes _____	25
Quadro 2.1 - Estrutura de ativos e passivos e agentes com fluxos externos _____	46
Quadro 2.2 - Tipos de Posturas Financeiras conforme a moeda em que são realizadas receitas e despesas _____	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 3.1 – Indicadores de endividamento externo _____	64
Tabela 3.2 – Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 1994 a 1998 _____	70
Tabela 3.3 – Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 1999 a 2002 _____	76
Tabela 3.4 – Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 2003 a 2006 _____	80
Tabela 3.5 – Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 2007 a 2010 _____	85
Tabela 3.6 – Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 2011 e 2012 _____	94
Tabela A – Dados para o cálculo do IFE, de 1994 a 2012 _____	108
Tabela B – Comparação das receitas e gastos externos totais e a classificação das posturas financeiras, de 1994 a 2012 _____	110

LISTA DE FIGURAS

Figura 3.1 – Evolução do IFE de 1994 a 2012_____	62
Figura 3.2 – Evolução do IFE, de 1994 a 1998_____	68
Figura 3.3 – Taxa de câmbio real, deflacionada pelo IPCA (junho/1994 = 100), de 1993 a 2013_____	70
Figura 3.4 – Evolução do IFE, de 1998 a 2002_____	75
Figura 3.5 – Composição do investimento acumulado nos 12 meses, em US\$ milhões, de 1995 a 2003_____	77
Figura 3.6 – Evolução do IFE, de 2002 a 2006_____	79
Figura 3.7 – Evolução da Selic na data anunciada pelo Copom, de 2000 a 2012_____	82
Figura 3.8 – Evolução do IFE, de 2006 a 2010_____	84
Figura 3.9 – Evolução do IFE, de 2010 a 2012_____	93

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
1. AS FUNDAMENTAÇÕES TEÓRICAS DA HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN P. MINSKY	16
1.1 INTRODUÇÃO	16
1.2 ALGUNS ELEMENTOS KEYNESIANOS QUE INSPIRARAM MINSKY NA CONSTRUÇÃO DO CONCEITO DE FRAGILIDADE FINANCEIRA	17
1.3 A HIPÓTESE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA	22
1.3.1 Unidades decisórias	22
1.3.2 Decisões de portfólio e estrutura de ativos dos agentes	25
1.3.3 Posturas financeiras das unidades decisórias	30
1.3.4 Instabilidade sistêmica e as instituições	36
1.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	38
2. A HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA APLICADA AO SETOR EXTERNO BRASILEIRO	40
2.1 INTRODUÇÃO	40
2.2 O PROCESSO DE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA E SUAS CONSEQUÊNCIAS NO BALANÇO DE PAGAMENTO DE UM PAÍS	41
2.3 O COMPORTAMENTO FINANCEIRO DO SETOR EXTERNO À LUZ DA TEORIA DE MINSKY	44
2.3.1 Unidades decisórias e a estrutura de ativos e passivos para uma economia aberta	44
2.3.2 Posturas financeiras para economias abertas	49
2.4 METODOLOGIA USADA PARA IDENTIFICAR O GRAU DE FRAGILIDADE EXTERNA DE UMA ECONOMIA	52
2.4.1 O Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE)	52
2.4.2 As posturas financeiras para um país de acordo com IFE	54
2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
3. EVOLUÇÃO DAS CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS E SEUS IMPACTOS NO PERÍODO DE 1994 A 2012: UMA INTERPRETAÇÃO MINSKYNIANA	59
3.1 INTRODUÇÃO	59

3.2 PANORAMA GERAL DA SITUAÇÃO EXTERNA BRASILEIRA NO PÓS PLANO REAL _____	60
3.2.1 O Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE) _____	60
3.2.2 As posturas financeiras para um país de acordo com (IFE) _____	64
3.3 POLÍTICA ECONÔMICA E DETERMINANTES PARA A EVOLUÇÃO DAS CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS DE 1994 A 2012 _____	67
3.3.1 Primeira fase - 1994/98: implantação e impactos do Plano Real _____	67
3.3.2 Segunda fase - 1999/2002: reformas estruturas e reversão dos déficits nas contas externas _____	74
3.3.3 Terceira fase - 2003/06: implantação e impactos do Plano Real _____	79
3.3.4 Quarta fase – 2007/10: a crise financeira internacional _____	83
3.3.5 Quinta fase - 2011 e 2012: mudanças na política econômica l _____	92
3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS _____	97
CONCLUSÕES _____	99
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS _____	102
ANEXO A _____	108
ANEXO B _____	110

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem o intuito de estudar os efeitos da internacionalização das transações comerciais e financeiras na economia brasileira no pós-Real. Assim como nos outros países latino-americanos, o Brasil intensificou o processo de integração financeira a partir dos anos 1990. Estes países adotaram profundas reformas liberais (privatizações, liberalização comercial e abertura da conta de capital e financeira) sob princípios neoliberais estabelecidos no Consenso de Washington. Nesta época, a visão difundida pela literatura econômica ortodoxa aos países em desenvolvimento era que a mobilidade irrestrita de capitais permitiria a alocação da poupança externa dos países desenvolvidos para economias com escassez de recursos, o que estimularia o crescimento econômico de longo prazo nestes países (SALLES, 2007; MEYRELES FILHO, 2009).

Desta forma, a economia brasileira entrou na década de 2000 com uma situação de plena conversibilidade da conta de capitais, conforme observou Paula e Pires (2012). Esta situação torna o país mais vulnerável a choques externos, especialmente após o lançamento do Plano Real em 1994. A política para estabilização de preços do Plano foi ancorada a uma taxa de câmbio semifixa que acompanhada de taxa de juros alta conseguiu atrair grande volume de capitais de curto prazo, fluxo de natureza volátil.

No entanto, após a crise cambial em 1999, as autoridades do governo realizaram mudanças significativas no regime de política econômica. A adoção do tripé macroeconômico (regime de metas de inflação, sistema de câmbio flutuante e geração de superávits primários significativos) tinha o objetivo de manter a estabilidade de preços e proporcionar flexibilidade para acomodação a contágios externos (PAULA e PIRES, 2012). No segundo mandato do governo Lula (2007-2010) e no governo da presidenta Dilma (2011-2012), o tripé de política econômica foi mantido. No entanto, os dois governos adotaram uma parcimoniosa flexibilização para responder aos efeitos da crise financeira internacional, iniciada nos Estados Unidos em 2007. Entre as mudanças se destacam o resgate de política fiscal contracíclica e medidas de controle cambial.

Neste breve panorama das políticas econômicas adotadas após o Plano Real, percebe-se que as políticas econômicas brasileiras foram condicionadas parcialmente por fatores

externos. Assim sendo, esta Dissertação busca analisar a evolução do comportamento da fragilidade financeira externa brasileira de 1994 a 2012. Espera-se verificar como a economia brasileira, país periférico no cenário internacional, conseguiu enfrentar os efeitos das diversas crises ocorridas no período analisado em um contexto de intensa integração financeira.

Para subsidiar esta análise esta dissertação utilizará o arcabouço teórico de Hyman P. Minsky, autor pós-keynesiano que desenvolveu uma importante contribuição acadêmica por estudar os efeitos das relações financeiras no comportamento cíclico e instável da economia capitalista. Tendo isto em mente, o autor elaborou a hipótese de fragilidade financeira (doravante HFF). Seu modelo teórico estabelece que as economias capitalistas em expansão são inerentemente instáveis e propensas a crises, que por sua vez podem ser mitigadas ou revertidas com as políticas adotadas pelas autoridades econômicas.

O modelo de Fragilidade Financeira de Minsky foi construído para explicar o comportamento financeiro para uma economia fechada, contudo possui uma grande adaptabilidade para outros recortes analíticos. Um exemplo disto é o trabalho de Paula e Alves (1999) que formalizaram a HFF para avaliarem o grau de fragilidade financeira externa brasileira durante o período pré e pós-Real. O índice desenvolvido pelos autores servirá de base para o estudo nesta Dissertação da evolução da fragilidade financeira externa.

Posto isto, este presente trabalho foi estruturado em três capítulos distintos, além dessa introdução e das conclusões finais. O primeiro capítulo consiste na revisão teórica da HFF desenvolvida por Minsky. Nele se define fragilidade financeira a partir dos principais princípios keynesianos que inspiraram o autor na construção do conceito. Adicionalmente, apresenta a HFF no contexto de uma economia fechada, evidenciando as unidades decisórias, a estrutura de ativos e passivos e a tipologia da classificação das posturas financeiras.

O segundo capítulo consiste na adaptação da HFF para uma economia aberta, de forma que se define fragilidade financeira externa e apresenta os principais ativos e passivos que os agentes econômicos podem adquirir com a integração financeira, além de expor a metodologia usada no desenvolvimento do índice de fragilidade financeira externa (IFE), bem como a proposta da tipologia das posturas financeiras para o setor externo brasileiro.

O terceiro capítulo trata dos seguintes pontos: (i) as características metodológicas do cálculo do índice; (ii) o resultado do cálculo do IFE para a economia brasileira de 1994 a 2012; e, (iii) a classificação das posturas financeiras em concordância com a teoria de Minsky para o setor externo.

1. AS FUNDAMENTAÇÕES TEÓRICAS DA HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN P. MINSKY

1.1 INTRODUÇÃO

H. Minsky é um dos principais autores keynesianos da história, cujas obras deram grandes contribuições para a teoria monetária e financeira¹. Uma delas foi a construção do modelo de Fragilidade Financeira, que descreve o movimento natural que leva as economias capitalistas a partirem de uma posição financeira segura para uma posição financeira frágil ao longo do ciclo econômico.

O primeiro capítulo desta Dissertação tem o objetivo de realizar a apresentação da forma tradicional do modelo supracitado e isto constitui a base teórica e metodológica do estudo proposto no trabalho. Para tanto, o capítulo foi estruturado em duas partes, além desta introdução e das considerações finais. A primeira seção consiste na definição de fragilidade financeira a partir dos principais princípios keynesianos que inspiraram Minsky na construção do conceito. A partir disto, a segunda seção visa exposição propriamente dita da Hipótese de Fragilidade Financeira. Para esta construção, as subseções evidenciam as unidades decisórias que o autor incluiu no modelo e suas respectivas estruturas de ativos e passivos assumidas após a tomada de decisão. Sabendo disto, o próximo tópico classifica as três posturas financeiras, que um devedor pode assumir, descritas na HFF. Feito isto, a seção seguinte trata das possíveis implicações das decisões dos agentes para a instabilidade da economia.

¹ Lourenço (2006) cita algumas contribuições de Minsky: a interpretação “financeira” da Teoria Geral de Keynes; o desenvolvimento da hipótese de fragilidade financeira; a teoria da inflação; uma análise da dinâmica institucional que ocorre nas economias modernas com o estudo da atividade bancária, das inovações financeiras e dos bancos centrais; e a realização de uma reconstituição histórica e interpretativa das crises financeiras que ocorreram nos EUA e no mundo, como a Grande Depressão dos anos 1930 as do início dos anos 90.

1.2 ALGUNS ELEMENTOS KEYNESIANOS QUE INSPIRARAM MINSKY NA CONSTRUÇÃO DO CONCEITO DE FRAGILIDADE FINANCEIRA

Hyman P. Minsky desenvolveu o conceito de fragilidade financeira, o qual é um elemento teórico adicional na compreensão das persistentes flutuações econômicas que ocorrem durante o funcionamento do sistema capitalista. De acordo com Minsky (1992), a natureza instável da atividade econômica é resultado de um sistema financeiro complexo, sofisticado e intrincado.

Para estudar as características deste tipo de economia, o autor formulou a HFF com inspiração nos princípios teóricos estabelecidos por Keynes na *Teoria Geral*. Por isto, esta seção tem o objetivo de revisar os principais conceitos de Keynes que foram empregados por Minsky na construção do modelo. Estes conceitos são: a temporalidade das relações econômicas, a incerteza em relação dos rendimentos futuros, as decisões de investimento, bem como o papel da moeda na economia e a questão das condições de crédito para financiar o investimento.

O primeiro princípio keynesiano presente nas obras de Minsky foi a questão do tempo. Segundo Minsky (1982), uma das grandes contribuições de Keynes foi a incorporação do tempo *chronos* na modelagem da teoria econômica. Para a abordagem pós-keynesiana, o sistema econômico é um processo dinâmico, no qual o tempo se move de forma unidimensional e irreversível. Primeiramente, o tempo segue sempre na mesma direção, ou seja, move do passado para o presente e futuro. Por conseguinte, as decisões tomadas hoje são irreversíveis, no sentido que os resultados delas só podem ser visualizados nos períodos posteriores, não sendo possível descrever um cálculo probabilístico para prever o futuro.

Keynes (1985) considera a existência da incerteza no processo decisório dos agentes econômicos. O autor conceitua incerteza como a falta de conhecimento que os agentes possuem para construir uma distribuição de probabilidades que seja única, aditiva e totalmente confiável para os resultados esperados de suas decisões. Portanto, os agentes formulam suas decisões com base em suposições acerca do futuro a partir das condições do presente, seguindo o comportamento que a média ou a maioria dos agentes simultaneamente estão realizando. Os agentes econômicos não conseguem processar nem

projetar todas as trajetórias do mercado e prever os resultados de renda futura com cálculos matemáticos. Por isto, realizam prognósticos nas suas tomadas de decisões.

Sob a condição de incerteza, a teoria de decisão de investimento de Keynes (1985) trata a expectativa de longo prazo como uma variável importante na formulação dos planos de investimento². Os investidores utilizam-se alguns mecanismos para auxiliá-los na formação das expectativas das rendas esperadas de um ativo. Essencialmente, tentam conhecer as circunstâncias políticas, sociais e econômicas e, em seguida, fazem suposições sobre o futuro. Na primeira parte, os empresários querem obter informações com um certo grau de certeza, como adquirir o conhecimento da concorrência e do mercado que irão atuar. Keynes mencionou duas fontes para aquisição destas informações: o estudo do volume existente de vários tipos de bens de capital e os ativos em geral e da intensidade da demanda atual dos consumidores pelos produtos que os empresários irão comercializar. Além delas pode citar a taxa de juros e a taxa de salários como fontes de informações para o agente econômico.

Keynes (1985) identificou que os investidores também realizam suposições acerca do futuro na formulação das expectativas de longo prazo para a implantação dos projetos de investimento.³ Entre as estimativas realizadas estão: as alterações do tipo e da quantidade do estoque dos bens de capital; as preferências dos consumidores; a intensidade da demanda efetiva do bem produzido; e as variações nos salários nominais que podem ocorrer em todo o período do investimento. O conhecimento destes fatores é extremamente limitado, de forma que os agentes tomam decisões fundadas em indícios incertos de informação que estão suscetíveis à mudanças repentinas e rápidas. Neste sentido, formulam seus prognósticos de acordo com seu grau de confiança sobre os fatos.

² Outras variáveis são importantes na decisão de investimento. Na “Teoria Geral” Keynes (1985) afirmou que os investidores estudam a relação da renda esperada futura do bem de capital adquirido e o preço de oferta deste bem (também denominado custo de reposição) na determinação da eficiência marginal de capital do ativo (EMC). Pode-se dizer que a EMC é a taxa de rendimento esperada do ativo de capital dada uma expectativa de demanda efetiva. Para a determinação do volume e a viabilidade do investimento, os agentes observam a interação da EMC e da taxa de juros. Enquanto que a primeira variável é estimada, a segunda é definida pelo mercado de acordo com a preferência pela liquidez da economia.

³ Uma das grandes contribuições de Keynes foi a distinção de expectativas de curto e longo prazo. Expectativas de curto prazo estão relacionadas com o “preço que um fabricante pode esperar obter pela sua produção acabada, no momento que se compromete a iniciar o processo que o produzirá” [Keynes (1981, p. 43)]. As expectativas de longo prazo estão voltadas para o que o “empresário pode esperar ganhar sob a forma de rendimentos futuros, no caso dele comprar (ou talvez manufaturar) produtos ‘acabados’ para adicionar o seu equipamento de capital” [Keynes (1985, p. 43)].

Consequentemente, os agentes econômicos recorrem a alguns recursos disponíveis para tomarem decisões, tais como apoiar em convenções sociais prevalecentes no mercado financeiro e analisar os investimentos feitos por investidores profissionais (KEYNES, 1985). O autor definiu convenção como a suposição que os agentes fazem de que seus negócios se perpetuem na situação atual por um tempo indeterminado, até que fatos imprevisíveis na conjuntura econômica aconteçam⁴. Além disto, os *mercados financeiros organizados* assumem um papel importante no convencimento da continuidade e estabilidade dos negócios dos agentes ao ampliar o horizonte do cálculo dos empresários na tomada de decisões. Os agentes passam a associar e incorporar as informações dos mercados de capitais na formulação de suas expectativas de decisão de produção e investimento. Neste sentido, os investidores profissionais conseguem tranquilizar e encorajar os agentes a investir em posições menos ilíquidas, uma vez que estes são estimulados a correrem risco diante da possibilidade de avaliar e reavaliar suas aplicações constantemente e reagir rapidamente às variações noticiadas.

A partir disto, no capítulo 17 da *Teoria Geral*, Keynes enfatiza que a decisão de investimento está na escolha dos ativos fixos ou financeiros de acordo com o grau de confiança que os agentes têm do futuro. O autor discute a teoria da precificação dos ativos e analisa como as unidades econômicas compõem seus portfólios e como isto interfere na trajetória de evolução da economia. Para ele, cada agente dispõe de um portfólio que pode ser composto por ativos em geral e a moeda. Cada ativo é demandado de acordo com sua taxa própria de juros, calculada nos termos de si mesmos, como uma medida do retorno total esperado. O retorno total esperado oferecido por um ativo é dado por quatro atributos, relacionados na expressão a seguir:

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

em que q representa o rendimento do ativo, c é o custo de manutenção, l o prêmio pela liquidez e a é a apreciação do valor de mercado do ativo. Esta abordagem considera que as escolhas de ativos por parte dos agentes econômicos é uma combinação de retornos

⁴Vidotto (2008, p. 52) conceituou convenção de maneira diferente da apresentada por Keynes. Para ele, convenções são “configurações de natureza hipotética, por vezes transitórias, nas quais se apoiam os agentes no processo produtivo, na gestão da riqueza, e em seus respectivos mercados para enfrentarem a injunção decisória em contexto de incerteza.

monetários esperados ($a + q - c$) com o prêmio de liquidez (l), sendo que, em períodos de elevada incerteza, os agentes aumentam a sua preferência pela liquidez em função de segurança e flexibilidade.

A existência de bens monetários e financeiros dificulta os investimentos em bens de capital, porque estes últimos não apresentam um atributo muito especial, a liquidez⁵. Sabendo disto, os investimentos em ativos de capital somente são concretizados se os retornos esperados forem suficientemente maiores que seus riscos. No caso de desapontamento das expectativas, há dificuldade de troca deste tipo de bem e as perdas podem ser irreparáveis. O investimento é uma operação que sustenta a produção e o nível de emprego de uma economia, mas apresenta características eminentemente especulativas⁶.

Deste modo, a moeda é o ativo importante para a economia, por garantir aos agentes uma forma de proteção contra as incertezas, o maior seguro existente e ainda flexibilidade diante de inesperadas mudanças no cenário econômico⁷. Segundo Keynes, este ativo compartilha propriedades e características específicas como elasticidade de produção e de substituição desprezíveis ou iguais a zero. Isto é, a oferta de moeda não aumenta na mesma proporção que sua demanda cresce. No entanto, o fato da demanda por moeda não ser atendida não leva os agentes a substituírem por outros ativos. Estas propriedades sustentam o prêmio pela liquidez da moeda máximo e sua capacidade para saldar débitos e constituir poder de compra na forma geral. Portanto, a aquisição de moeda, no sentido literal, é um ativo de circulação⁸ que garante a liquidação dos débitos previamente contraídos e satisfação das necessidades dos agentes.

⁵Conforme Hicks (1962), o termo liquidez é totalmente keynesiano. O conceito econômico surgiu no *Tratado sobre a moeda*, de Keynes (1930) em um contexto de comparação de qual é a alternativa de ativo mais líquido em referência a alguma coisa, de modo que a aquisição de ativos líquidos seja “realizável com segurança, prontamente e sem perdas” (p.59). Isto significa que o grau de liquidez de um ativo será medido pelo seu poder de convertibilidade em moeda, pelos entraves possíveis para esta conversão e pelas perdas na manutenção do valor da moeda. Outra definição para liquidez é realizada por Davidson (1994, p. 49) como “a habilidade de cumprir obrigações contratuais quando estas são devidas. Moeda é, por definição, a coisa que legalmente quita todas as obrigações contratuais. Moeda é, portanto, o ativo líquido *par excellence*”.

⁶ O termo especulação é definido como a “atividade que consiste em prever a psicologia do mercado” (Keynes, 1985, p. 115).

⁷ A moeda é definida por papel-moeda e depósitos à vista.

⁸ Keynes no *Tratado sobre a moeda* classifica dois circuitos de circulação de moeda: circulação industrial e financeira. A circulação industrial está relacionada à atividade produtiva. Refere-se a quantidade monetária necessária que o mercado absorve para o giro e bens de serviços produzidos na economia, ou seja da renda corrente. A circulação financeira está atrelada a esfera da riqueza. Neste caso a moeda não é

Na *Teoria Geral*, Keynes também observou a importância da oferta de crédito em uma economia monetária de produção. O autor notou que a moeda é uma peça fundamental na dinâmica real da economia, pela necessidade cada vez maior de contratos monetários para ampliação do processo produtivo na economia moderna. A acumulação de riqueza na forma da moeda e condições favoráveis de crédito garante a concretização das decisões de investimentos. Porém, apenas a oferta de crédito favorável não é suficiente para manter e estimular o crescimento econômico.

Na abordagem de Keynes, existem duas circunstâncias que limitam a disponibilidade de crédito para o gasto em investimentos de uma economia. Primeiramente, a oferta de crédito é resultado do comportamento do mercado monetário e da preferência do público por títulos. De um lado, a concessão de novos empréstimos é administrada pelas autoridades monetárias, por outro, esta gestão é restrita pelo comportamento dos agentes, que podem compor seus portfólios com ativos de liquidez máxima (moeda) ou títulos. Desta forma, a determinação da oferta monetária e da taxa de juros (funções do Banco Central) ocorre relativamente por variáveis endógenas ao sistema econômico⁹. Conclusão, a oferta de crédito se restringe pelos termos que ela se oferece ao mercado, isto é, a taxa de juro e os prazos de pagamentos. O segundo ponto a ser considerado é a expectativa de longo prazo dos agentes. Condições de crédito não favoráveis nem sempre representam uma barreira para inibir o investimento e o crescimento econômico de um país se as expectativas de longo prazo dos empresários são otimistas.

A disponibilidade de crédito aos investidores dependerá, portanto, das expectativas de recebimento por parte dos bancos. As relações financeiras entre os bancos e os tomadores de empréstimos serão firmadas dentro de um “sistema de confiança”, no qual são estabelecidos contratos em nome de expectativas de renda futura que podem ser confirmadas ou não pelo comportamento econômico durante vários períodos. Incorre nesse tipo de decisões dois tipos de riscos, que foi abordado primeiramente por Keynes (1985): o risco do tomador e o risco do credor. O primeiro tipo de risco é a probabilidade

apenas um meio de circulação, mas sua demanda está relacionada para fins especulativos e financeiros. Neste caso, a moeda atua como ativo, que inclui a operação com ativos financeiros e estão suscetíveis a maiores variações (CARVALHO, 2008).

⁹ Segundo Hermann (1993), na abordagem de Keynes a ligação entre as condições gerais de crédito e a incerteza é refletida na taxa monetária de juros. Os mercados financeiros oferecem fundos para novos investimentos a um ‘preço’. Este preço é a taxa de juros que concilia o desejo dos agentes em manter a riqueza na forma líquida com a oferta de moeda.

do empresário ou tomador de empréstimos não conseguir cumprir com todas as obrigações firmadas com aquele que concedeu o crédito. Um aumento do volume de financiamentos externos da firma eleva o risco do tomador. O segundo tipo de risco é definido como o risco do credor de não receber do tomador o empréstimo total ou parcial.

Estes elementos keynesianos inspiraram Minsky (1982, 1986) no desenvolvimento da HFF. Nela, o autor observa a fragilidade da natureza das relações financeiras, uma vez que estas são criadas e dependem dos rendimentos futuros esperados para a realização de pagamentos dos compromissos assumidos no presente que podem ser honrados ou não de acordo com o comportamento efetivo da economia ao longo dos períodos relevantes.

A fragilidade financeira é, portanto, intrínseca ao comportamento normal do sistema capitalista, condicionada pela incerteza, especialmente durante a viabilização e efetivação dos investimentos. Minsky (1982, 1986) afirma que a fragilidade financeira é determinada pelos fatores institucionais - como o grau de desenvolvimento do sistema financeiro, e pelos fatores conjunturais - as expectativas de credores e devedores potenciais. O grau de fragilidade da economia está proporcionalmente relacionado com o nível de desenvolvimento do sistema financeiro do país. O autor assegura que instituições financeiras são organizações de alto poder de alavancagem, na qual os ativos retidos por essas instituições podem sofrer perdas que podem ser ampliadas a todos os possuidores de títulos¹⁰. Então, o comportamento da economia torna-se mais dependente do “estado de confiança” entre os agentes que atuam nela e, conseqüentemente, mais vulnerável à instabilidade econômica. Após explanação dos elementos centrais utilizados por Minsky na construção da HFF, a próxima seção descreve o referido modelo.

1.3 A HIPÓTESE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA

1.3.1 Unidades decisórias

A HFF de Minsky (1982, 1986) foi desenvolvida para uma economia fechada, assim, as unidades decisórias se relacionam apenas com agentes domésticos. O objetivo desta subseção é descrever os agentes do modelo proposto pelo autor, que foram classificados

¹⁰ Para Minsky, a característica de alto poder de alavancagem das instituições financeiras significa que “any loss on the assets owned will lead to an amplified loss of the owner's equity (1982, p. 17).”

em quatro categorias: as famílias, as firmas não financeiras (empresas), os agentes financeiros¹¹ e o Governo. Cada unidade decisória possui uma composição de carteira composta por ativos e passivos que determinam o seu comportamento financeiro; ou seja, cada agente apresenta um fluxo de caixa que reflete a sua capacidade de compatibilização entre as datas e os valores de pagamentos com as datas esperadas das receitas.

Minsky (1986,1992) considera que a fonte primária de renda das famílias são os salários, que descontadas as despesas correntes serão a fonte de pagamento dos empréstimos contraídos para aquisição de bens de consumo e ativos financeiros. A fonte secundária está na diferença entre o valor do ativo hipotecado e o valor contábil da obrigação. No entanto, o autor observa que o fluxo de caixa para validar os compromissos contraídos para o financiamento do consumo é diferente daquele usado com objetivo de obter uma propriedade de ativos. Enquanto que no primeiro caso as famílias utilizam geralmente a renda proveniente dos salários para validar as dívidas, no segundo caso, a renda vem principalmente de financiamentos ou pela venda de ativos valorizados. Neste último caso, as famílias adotam posturas mais especulativas para honrar com seus compromissos.

Para as empresas, a decisão de investimento tem como finalidade promover a produção na expectativa de lucro monetário. Quando a expectativa de lucratividade está baixa, os empresários aumentam sua preferência por liquidez para garantir segurança e minimizar a incerteza. Contudo, a decisão de investimento não é fundamentada apenas nas expectativas de retorno esperado. Diante da hipótese de insuficiência nas fontes primárias – correspondentes as expectativas de lucros brutos - as firmas podem obter uma variedade de instrumentos financeiros como ações, empréstimos de bancos, venda de ativos adquiridos anteriormente para financiar sua produção corrente e os projetos de investimentos desejados. Neste sentido, a estrutura do passivo das empresas é de extrema relevância, pois determina o nível do investimento agregado.

Para Minsky (1982), a análise dos balanços das firmas é necessária para identificar suas estruturas financeiras, uma vez que fornece informações das receitas de caixa disponíveis frente às obrigações financeiras ao longo do tempo. Para explicitar esta relação, o autor define a renda bruta de capital como sendo o total de receitas operacionais menos os

¹¹Por sua vez, os agentes financeiros são divididos em agentes bancários e não bancários. “While the banking system does provide business with short term financing, typically for activity based upon short run expectations, the financing of investment and of capital-asset ownership involves longer term equity and debt instruments” (MINSKY, 1982, p. 99). No entanto, Minsky não explorou esta distinção.

custos diretos – salários e insumos. O resultado desta diferença são os recursos disponíveis para pagamento da parcela do principal e juros da dívida contraída, os impostos e a remuneração dos sócios. Desta forma, por lucro bruto da firma entende-se a exclusão do pagamento dos compromissos financeiros da renda bruta de capital. Esta é a fonte de receita disponível para pagamento de impostos, para a distribuição de dividendos e para acumulação de capital. Será com base nestes recursos que os empresários decidirão investir, na expectativa de uma lucratividade futura, de modo que validem as dívidas comerciais.

As instituições financeiras, em especial os bancos, possibilitam o financiamento de investimentos e realizam duas funções econômicas: emitir depósitos e criar crédito. Os bancos disponibilizam financiamentos para efetivar o desejo dos clientes de elevar o nível de investimento, adquirir a posse de bens de capitais ou financeiros. Para isto, aumentam a quantidade de dinheiro para as transações comerciais. À medida que o dinheiro é criado, estabelece-se uma relação entre o devedor e o credor com base na confiança. Tanto os bancos como os tomadores de empréstimos demonstram expectativas favoráveis em relação ao futuro e esperam que no momento certo os compromissos financeiros firmados sejam honrados. Segundo Minsky (1982), os bancos criam moeda no momento que adquirem ativos e os destroem quando os devedores honram seus compromissos contratuais firmados. A partir disso, os ativos das firmas financeiras são compostos pelas dívidas das empresas, da família, do governo e de outras instituições financeiras. Além disso, podem possuir alguns títulos de propriedade (ações).

Outra unidade decisória representada na HFF é o governo que administra um superávit ou um déficit financeiro. Sua tomada de decisão tem uma grande importância na economia, uma vez que tem a função de sustentar a atividade econômica, reverter um processo recessivo e iniciar uma expansão. O Governo estabiliza a produção, o emprego da economia, através de seus gastos, que consistem na compra de produtos e de serviços estabelecidos em orçamento, no pagamento de transferências governamentais e nos juros sobre suas dívidas. Desta forma, esta unidade decisória pode reduzir os efeitos de uma possível crise financeira, mesmo que para isso seja necessária diminuição da arrecadação tributária e/ou elevação da dívida pública.

A partir da caracterização das unidades econômicas do modelo fechado de Minsky, a próxima subseção aborda a tomada de decisões de portfólio desses agentes. Para a construção da HFF, é preciso determinar o grau de instabilidade de uma economia

capitalista. Para isto, devemos compreender as relações financeiras entre as diversas formas disponíveis para obter rendimentos e obrigações financeiras entre as diferentes unidades econômicas.

1.3.2 Decisões de portfólio e estrutura de ativos e passivos dos agentes

O ponto de partida para a construção do modelo de Minsky (1975) é compreender como os agentes definem seus balanços diante da incerteza que cerca suas decisões. Para ele, as tomadas de decisões são definidas em duas etapas: a escolha dos ativos e, posteriormente, as fontes de financiamento. Com base na teoria da precificação dos ativos de Keynes, explicada na seção anterior, o quadro 1.1 abaixo expõe de forma resumida as estruturas de ativos e passivos para os agentes de uma economia fechada.

Agentes:	
1) famílias	
2) empresas não financeiras;	
3) agentes financeiros;	
4) Governo	
Ativos	Retorno dos ativos
a) ativo de capital (Pk)	
a.1. existentes (riqueza velha)	$R_{a.1} = Q_1 - c$
a.2. novos (investimento)	$R_{a.2} = Q_2 - c$
b) bens de consumos	$R_b = a + q - c$
c) ações	$R_c = a + q - c$
d) ativos financeiros	$R_d = a + q - c + l$
e) moeda	$RM = L$
Passivo: fontes de financiamento	
i) disponibilidades = moeda e ativos financeiros ou "líquidos";	
ii) recursos internos	
iii) fontes externas ao agente	
iii. 1) empréstimos	
iii. 2) emissão de títulos de dívida;	
iii. 3) ações.	

Quadro 1.1 - Estrutura de ativos e passivos e agentes

Fonte: Pudwell (2001).

Nota: Modificado pela autora.

O quadro 1.1 mostra que os agentes econômicos podem compor suas carteiras com cinco tipos de ativos: a) bens de capital; b) bens de consumo; c) ações; d) ativos financeiros; e e) moeda. O primeiro grupo de ativos refere-se a aquisição de bens de capital. Estes ativos são aqueles que apresentam rendimentos, q , superiores ao custo de manutenção (c) com um retorno de liquidez (l) mínimo. Minsky (1986) divide os bens de capitais em dois

grupos: os ativos de capitais existentes e os novos ativos. Os primeiros correspondem à capacidade produtiva da economia e apresentam um retorno Q_1 , enquanto os segundos representam a formação bruta de capital fixo, identificados pelos lucros esperados do investimento, Q_2 .¹² Estes ativos apresentam a parcela de apreciação (a) insignificante, dado a sua baixa liquidez porque não há uma preocupação expressiva com sua valorização e sua venda posterior. Por isso, o retorno esperado desses ativos é dado por Q_1 ou Q_2 menos os custos de financiamento (c).

O segundo grupo de ativos são os bens de consumo. Diferentemente dos bens de capitais, os bens de consumo podem apresentar taxas de apreciação positiva, como no caso de imóveis. Portanto, sua taxa de retorno é definida por $(a + q - c)$.

Uma das contribuições de Minsky foi a incorporação dos ativos financeiros no estudo das relações financeiras, agregando-se as ações e todas as aplicações financeiras que dão certo tipo de retorno. Assim, o terceiro tipo de ativo mencionado no quadro é representado pelas ações, que são emitidas para ampliação da produção de novos ativos de capital, quitação de dívidas anteriores, ampliação do número de sócios, etc. São ativos que possuem mercados secundários organizados e caracterizam-se pela alta liquidez. Neste caso, a parcela a tem maior importância no cálculo de seu retorno que o retorno esperado (q). As ações sofrem oscilações o que torna um atrativo em sua aquisição. Seu custo de manutenção está no custo de financiar as ações com capital emprestado, além da liquidez (l) que este bem possui.

No grupo dos ativos financeiros estão integrados todos os compromissos de pagamento em dinheiro depois de um período de tempo determinado. Segundo Minsky (1986), a posse destes bens também possibilita um fluxo de caixa, q . O autor também nota a conexão direta entre a dinâmica do setor financeiro com o setor produtivo. O nível de investimento em ativos de capital depende do preço dos bens financeiros. Quando há uma

¹²Enquanto Keynes utilizou q para identificar os retornos esperados de qualquer ativo, Minsky diferencia q de Q . Minsky (1975, cap. 04) usou q como referência aos fluxos de capital para os ativos de capital e de investimento. Na mesma obra, no capítulo 05, o autor utiliza Q como referência aos lucros esperados nos investimentos. A explicação dessa distinção encontra-se na p. 94-95: “[...] Keynes writes of investment or capital asset to be used in production he uses upper-case Q 's to refer to the prospective yields, and when he refers to the holding of capital assets in portfolios, the yields, as in the previous chapter, are written with lower-case q 's. Both the Q 's and q 's clearly are cash flows. Por uma questão de identificação, o trabalho utiliza-se Q para as receitas esperadas dos bens de capitais novos e existentes. Para os outros tipos de ativos utiliza-se q . Por uma questão de diferenciação, no presente trabalho Q foi denominado para o retorno esperado de um bem de capital e q para a rentabilidade futura dos demais ativos.

valorização destes últimos ativos, significa que ocorre uma expectativa otimista de lucro dos ativos de capital e um aumento nas fontes de financiamento para a aquisição de novos bens de capital (LOURENÇO, 1999). Portanto, o preço dos ativos de capital é determinado no mercado financeiro.

O quinto tipo de ativo disponível aos agentes é a moeda. Retomando, ela é um ativo único e especial que apresenta rendimento nulo, mas possui liquidez (l) máxima. A aquisição de moeda é uma garantia contra a incerteza com relação ao futuro e para a quitação das dívidas contraídas.

Na economia capitalista, tanto a aquisição de bens de capitais como de bens financeiros ocorre na expectativa de renda futura, que assegura o pagamento em moeda dos contratos financeiros. No entanto, os fluxos de caixa esperados por estes bens não são definitivos. Para Minsky (1975), os agentes tomam decisões especulativas na formação do portfólio dos ativos. Eles tentam prever o fluxo de caixa esperado menos os custos de manutenção ($q - c$), além da valorização de suas propriedades (a)¹³. Uma empresa que adquire ativos de capital ou financeiro espera que um aumento do fluxo de caixa (q) e dos compromissos de pagamento (c), mas diminuem a proporção de ativos líquidos, caracterizado pela liquidez, l . O autor afirma que o investimento é uma decisão de emitir compromissos financeiros ou diminuir a liquidez.

Para uma economia funcionar bem, o preço de qualquer ativo deve conter os custos e os lucros. Minsky (1975, 1986) afirma que a definição de preço dos ativos começa com a determinação do preço da moeda, que é definido pelas autoridades monetárias. Dada a interação do preço do ativo de capital com ativo financeiro, o autor define o preço de qualquer ativo de capital (P_k) como uma função entre quantidade de moeda disponível na economia (M) e a quantidade de ativos de capital (Q), transformados por uma taxa de capitalização (K) num conjunto de valores correntes.¹⁴ Os preços de ativos de capital respondem positivamente à oferta monetária ou de financiamento disponível, já que os agentes podem mudar a composição de suas carteiras quando há um aumento da

¹³Com a incorporação dos ativos financeiros, Minsky (1975) assume que os custos de financiamento são custos de manutenção, c .

¹⁴ Para Minsky (1986), a taxa de capitalização é a taxa que transforma os fluxos de caixa de vários bens de capital e financeiro num conjunto de preços correntes. Para cada investimento, a taxa de capitalização incorpora os riscos específicos e a incerteza que refletirá no preço do ativo.

quantidade da moeda relação a outros ativos porque a queda do prêmio pela liquidez eleva o rendimento dos ativos de capital. Assim, pode-se dizer:

$$Pk = K (Q, M) \quad (1.2)$$

Além da mudança na quantidade de moeda, os preços dos ativos de capital também são modificados diante uma revisão das expectativas de rentabilidade dos ativos de capital e do grau de confiança das expectativas, alterando-se a taxa de capitalização (K). Os preços de ativos de capital tendem a cair nos períodos mais pessimistas com a maior demanda por ativos líquidos. Nesse período, o prêmio de liquidez é valorizado em relação aos preços dos ativos de capital, e a reversão desse quadro ocorre quando há uma revisão das expectativas para períodos de maior otimismo. Por isso, Minsky (1986) reescreve a equação 1.2 como:

$$Pk_i = K (Q_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2) \quad (1.3)$$

Nesta fórmula, Minsky utilizou Q_i como as receitas provenientes do bem de capital utilizados na produção¹⁵. Por isto, o preço de ativo de um bem de capital “i” é definido como a capitalização dos fluxos esperados (Q) menos a variação que os agentes esperam deste rendimento, onde λ é a probabilidade subjetiva que cada agente atribui a essa variância. A partir destas duas equações, o autor mostra que P_k depende do fluxo de caixa que o proprietário do bem espera e da liquidez incorporada a este ativo. A determinação do preço dos bens financeiros depende das mesmas características em relação aos bens de capital. Minsky (1986) afirma que os dois tipos de bens dependem do fluxo de caixa e das condições dos mercados que ambos estão sendo negociados.

A partir do que foi explanado, pode-se dizer que toda decisão de investimento é uma decisão de portfólio, na qual os agentes procuram adquirir ativos de melhor rentabilidade. No entanto, após a escolha dos ativos, os agentes tomam a decisão de tomada de empréstimos. Para Minsky (1986) existem três fontes de financiamento: a)

¹⁵ Para Minsky (1986) Q_i são as *quasi-rents*. “*Quasi-rents are the difference between the total revenue from selling output produced with the aid of capital assets and out-of-pocket, running or technically determined costs associated with producing output*” (p. 178). O autor segue com esta lógica para explicar a tipologia das posturas financeiras.

disponibilidades que os agentes possuem na forma de dinheiro vivo e de ativos líquidos; b) fundos internos (lucros brutos pós-impostos e dividendos); e c) fundos externos.

Primeiramente, há as disponibilidades que os agentes possuem em forma de moeda e nos ativos líquidos. A moeda é um ativo de extrema utilidade por ser o meio de pagamento dos outros tipos de financiamentos. As empresas devem manter uma quantidade disponível de moeda ao longo de investimentos de longas maturações ou para compras de ativos de capitais, a fim de evitar reduções nas margens de segurança dos agentes¹⁶. A falta de moeda para honrar os compromissos financeiros pode possivelmente elevar a fragilidade financeira com a recorrência de novos empréstimos.

Outra forma de financiamento são os fundos internos gerados a partir do fluxo de caixa do ativo de capital ou financeiro adquirido anteriormente. O ativo durante seu período de produção oferece lucros brutos aos agentes, por isso, o ritmo de investimentos será afetado pela receita de capital, que dependem do funcionamento da economia. Para as decisões de investimento, o ideal é que o lucro bruto deve ser alto o suficiente para o pagamento dos custos de produção como juros, dívidas comerciais e dos valores principais das dívidas. No entanto, nem sempre isto ocorre.

Para não diminuir o nível de investimentos, o que conseqüentemente leva a queda nos lucros e receita das firmas, os empresários necessitam de financiamento por meio de fundos externos. Estes valores são tomados em empréstimos bancários ou outros intermediários financeiros ou, ainda, por meio de circulação de títulos ou de venda de ações. Os empréstimos bancários geralmente irão financiar a produção. São geralmente empréstimos de curto prazo e seus custos refletirão no preço de oferta da produção. Há também empréstimos de longa maturação que são os financiamentos permanentes ou de rápida aquisição (vendas de títulos, hipotecas, ações ou mesmo lucros corporativos retidos).

O mercado de capitais também representa fontes de financiamentos aos agentes, eles recorrem à emissão de ações e títulos de dívida. A emissão de novas ações é considerada um tipo seguro de realizar o financiamento, uma vez que não incorre risco de insolvência, embora nem sempre seja possível o endividamento ou ampliação do financiamento por meio delas (PUDWELL, 2001).

¹⁶Margem de segurança é definida como uma proteção contra eventos inesperados em cada período do projeto de investimento e são influenciadas pelo efeito da formação de expectativas sobre a incerteza.

A proporção desses tipos de financiamentos se altera com o tempo e reflete as experiências passadas e a incerteza enfrentadas pelas unidades econômicas. Em situações que as dívidas são facilmente pagas, as margens de segurança tendem a diminuir e elevar-se a proporção de dívidas. Em circunstâncias opostas, as dívidas são consideradas uma sobrecarga aos agentes econômicos. Se um grande número de agentes não honram seus compromissos financeiros, as proporções de dívidas elevam.

De acordo com Dymski e Pollin (1994), em situações que os credores visam a redução do volume do endividamento, eles adotam medidas para diminuir seus riscos como a elevação das taxas de juros, redução dos prazos de pagamento e outras formas de encarecimento do crédito. Para o entendimento das implicações das decisões dos agentes, Minsky (1982, 1986) classifica as posturas financeiras das unidades econômicas em três grupos: *hedge*, especulativa e *Ponzi*.

1.3.3 Posturas financeiras das unidades decisórias

Os agentes econômicos realizam uma combinação de patrimônio acionário e dívidas com a expectativa de que gerem fluxo de caixa conforme estabelecidos nos contratos. As relações financeiras estabelecidas afetarão a renda e o emprego da economia capitalista, por isso, Minsky (1982, 1986) definiu os três tipos de estruturas financeiras identificados nos balanços patrimonial: as posturas financeiras *hedge*, especulativo e *Ponzi*¹⁷. Elas se baseiam nas relações entre os compromissos financeiros e as receitas esperadas e suas compatibilidades em termos de fluxos e prazos. O equilíbrio financeiro de uma unidade econômica dependerá, portanto, de dois aspectos: a) a magnitude dos pagamentos devidos e da receita disponível para honrá-los; b) o prazo de vencimento da dívida e das “entradas” (esperadas) de recursos.

De acordo com este critério, as posturas *hedge* são aquelas cujo rendimento esperado, a partir de operações com os bens de capital ou de contratos financeiros, supere, por uma margem significativa, os compromissos do passivo ao longo de todo o tempo de vigência do contrato. Ou seja, as receitas esperadas devem suprir todos os custos com juros e amortizações dos compromissos financeiros para todo o período. Eventos inesperados

¹⁷Na análise de Minsky, essas estruturas financeiras ocorrem quando os agentes utilizam recursos externos à firma. Unidades econômicas que utilizam apenas recursos próprios não sofrem riscos de insolvência e iliquidez, pelo menos para o pagamento de seus compromissos financeiros.

podem ocorrer de forma que ocorram variações em torno destes fluxos. Como forma de proteção dessas ocorrências, o ideal é que os agentes possuem margens de segurança para enfrentarem as divergências na expectativa de rentabilidade futura.

Embora a firma enfrente algum grau de risco, devido à incerteza do investimento, a sua viabilidade não depende de condições do mercado financeiro, apenas de um bom funcionamento do mercado de bens. Isto quer dizer que a viabilidade de liquidação da dívida só está suscetível à confirmação das expectativas de rendimentos do devedor. Caso confirmado, não há necessidade de realização de refinanciamentos para saldar dívidas anteriores. Além disto, seus compromissos financeiros são modificados diante de um aumento na taxa de juros ou por outras formas de restrição de crédito por parte do sistema bancário ou na oferta monetária.

A formalização matemática da tipologia das posturas financeiras foi elaborada por Minsky no apêndice A de sua obra de 1986, a partir do conceito de margem de segurança. Inicialmente, a postura financeira da unidade *hedge* é definida por:

$$CC_i < (Q_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2), \text{ para todo } i \quad (1.4)$$

Sendo que CC_i são os compromissos contratuais de pagamento à vista em cada período i e a expressão $(Q_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2)$ representa os retornos esperados de um ativo, conforme mostrado na equação 1.3. Sendo assim, durante todo o período de maturação do ativo, os fluxos de caixa esperados são superiores aos compromissos financeiros, não havendo períodos de descompasso entre o ativo e o passivo. Neste caso, λ é suficientemente grande para que a probabilidade subjetiva atribuída para que $Q_i < CC_i$ seja aceitavelmente pequena.

Minsky (1986) mostra que as firmas podem adotar três tipos de margens de segurança juntamente aos seus credores, a fim de garantirem a viabilidade dos negócios. A primeira delas é a margem do fluxo de caixa, na qual é dada pela diferença entre as receitas esperadas e os seus compromissos financeiros em cada período do tempo. A formulação desta ideia pode ser visualizada na expressão abaixo:

$$CC_i < \tau(Q_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2) \text{ para todo } i, \tau < 1 \quad (1.5)$$

Nesta equação, a margem de segurança nos fluxos de caixa é medida pelo parâmetro τ , onde $\tau < 1$. Esta relação é assumida para representar que os fluxos esperados serão suficientes para honrar os compromissos relativos às dívidas com alguma margem. Quanto menor a proporção entre dívida e as receitas esperadas, menor a taxa de margem de segurança que satisfaça a equação.

O segundo tipo de margem é denominado de margem de segurança do valor do capital. Conforme Minsky (1986), “*each financial or capital asset other than money yields either contractual payments or quasi-rents, and it has a value at which it can be sold or used as collateral for a loan*” (p. 201). Neste sentido, as firmas comparam o valor presente de seus ativos com o valor presente de seus compromissos financeiros para verificarem que a diferença entre a comparação seja positiva. Para isto, utilizam uma taxa de desconto maior para as rendas dos bens de capitais, porque geralmente são mais voláteis do que o valor dos compromissos financeiros. Esta margem é definida pelo parâmetro μ na expressão:

$$Pk_i = \mu K(CC_i); \mu > 1 \quad (1.6)$$

Neste caso, houve substituição da expressão $(Q_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2)$ por Pk_i , em consonância com a equação 1.3. A equação acima considera que os compromissos de dívidas e os fluxos de caixa capitalizado, expressos como o preço do capital, Pk_i , foram capitalizados a uma mesma taxa K . Para manter a relação de $CC_i < (Q_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2)$, para todo i , existe uma necessidade de margem de segurança dos valores de mercado de bens sobre as obrigações financeiras contraídas. Portanto, esta condição é assegurada com $\mu > 1$, ou seja, uma margem de segurança alta para compensar o fato de que a taxa de capitalização dos compromissos em dinheiro é geralmente superior à taxa de capitalização de bens de capital. Uma maneira de se prevenir da variabilidade do retorno esperado do mercado de bens é assegurando uma posição de patrimônio forte.

O terceiro tipo de margem de segurança foi denominada de margem de segurança em bens superfluos às operações (expressa por η). Os empresários mantêm uma parcela de ativos líquidos superiores as suas necessidades operacionais, para se precaverem contra as adversidades das expectativas no fluxo de caixa. Portanto, o balanço financeiro de uma empresa tipo *hedge* pode ser formulado como:

$$PkK + \eta K(CC_i) = K(CC_i) + Eq, \quad \eta \begin{matrix} \geq \\ < \end{matrix} 1 \quad (1.7)$$

onde:

PkK representa o fluxo de capital capitalizado, dado pelo preço do ativo de capital;

$\eta K(CC_i)$ expressa as disponibilidades de moeda e ativos financeiros líquidos;

$K(CC_i)$ representa todas as dívidas contraídas capitalizadas com os bancos ou pela emissão de títulos;

Eq é a obtenção de recursos por meio de ações.

Esta equação representa as fontes internas e externas de financiamento. Ela mostra que a escolha do portfólio não depende apenas de convenções comportamentais, mas também do cenário conjuntural vivenciado pelos agentes. Assim, as relações patrimoniais evoluem sistematicamente no tempo. Numa firma *hedge*, no caso do retorno realizado (Q_{iR}) exceda os compromissos de pagamento em cada período, ela pode aumentar a quantidade de ativos líquidos, assim como seu patrimônio acionário. A acumulação destas fontes pode ser usada para financiar a aquisição de bens de capital, sem se comprometer com financiamentos externos.

A segunda postura financeira que os agentes podem assumir é a especulativa, na qual os fluxos de caixa capitalizados são menores do que os compromissos de pagamento à vista em alguns pontos no tempo. Normalmente isto está associado com dívidas de curto prazo. Neste caso, as firmas recorrem a refinanciamentos de dívidas para cumprir com seus compromissos nestes períodos, dado que há um descompasso entre os compromissos de pagamento à vista do principal da dívida com as receitas obtidas no mesmo período. Como resultado, a solvência das unidades especulativas depende do funcionamento normal do mercado de bens e trabalho, assim como do mercado financeiro. Uma unidade especulativa adquire ativos de longa maturação via obrigações de curto prazo e renegociam sua posição com expectativa futura de ter um fluxo de caixa suficiente para amortizar a dívida. Nos períodos iniciais do contrato, a firma consegue pagar parte do principal e a parcela dos juros incorridos na dívida. A posição de uma unidade especulativa pode ser formalizada como:

$$CC_p > K(Q_p - \lambda\sigma_{Q_p}^2), p \text{ são os períodos iniciais} \quad (1.8)$$

$$\sum CC_t < K(Q_t - \lambda\sigma_{Q_t}^2) \quad (1.9)$$

As equações 1.8 e 1.9 mostram que nos períodos iniciais, p , o valor capitalizado de CC_p excede o valor capitalizado dos rendimentos esperados, Q_p . No entanto, no período histórico (t), a firma apresenta Q_t esperado superior que os compromissos de pagamento nas dívidas atuais. Com o pagamento da dívida, a variável CC_t ao final do período, é inferior aos fluxos de caixa esperados. Mas como explicado anteriormente, com insuficiência de fontes primárias de renda, o empresário precisa de fontes secundárias para manter uma diferença positiva entre o fluxo de caixa esperado e os compromissos financeiros no final do período. Os refinanciamentos serão concedidos somente se os credores e mutuários creem que nova dívida a ser contraída não comprometerá mais o balanço patrimonial da empresa.

A viabilidade de longo prazo da empresa especulativa depende de boas condições econômicas e de expectativas favoráveis no mercado financeiro. Se a taxa de juros sobe acima de taxas previstas em um período, por exemplo, o custo da dívida a partir deste período se eleva e, por conseguinte, as despesas futuras do devedor. Na ausência de eventos compensatórios, a elevação na taxa de juros implica necessariamente em um aumento da fragilidade financeira do devedor. Isto resulta em uma piora das condições de liquidação da dívida nos prazos previstos e do aumento da possibilidade de insolvência da firma.

Para essas empresas especulativas, quanto maior as taxas de juros, maiores serão os pesos das finanças especulativas em seus balanços, que pode ser representado como:

$$PkK + \eta \sum K(CCi) = K(CC) + Eq, \eta < 1 \quad (1.10)$$

Esta equação também apresenta os parâmetros que medem o fluxo de caixa, a carteira de títulos e margens em ativos líquidos, mas difere das condições financeiras tipo *hedge* em alguns pontos. Primeiramente, para uma empresa especulativa as entradas em dinheiro, $\eta \sum K(CC)$, ganham importância na composição do balanço, pois há expectativa que em alguns períodos a entrada de dinheiro exceda os pagamentos da dívida. A segunda

diferença é que numa empresa *hedge* a relação $Pk > K(CC)$ é concretizada para todas as taxas de capitalização, enquanto que para uma empresa especulativa existem algumas taxas para esta relação não é ocorre. E conforme Minsky (1986), o terceiro ponto de divergência ocorre na margem de segurança do fluxo de caixa. Na postura especulativa, nos pontos iniciais a margem deve aumentar porque as receitas esperadas não são suficientes para honrar todos os compromissos financeiros, embora ao longo do tempo esta margem tenda a cair quando os contratos são pagos.

A postura de *Ponzi* é aquela que as unidades econômicas se veem na incapacidade de se gerar fluxos de caixas suficientes para honrar suas obrigações financeiras por vários períodos, não conseguindo sequer pagar os custos de juros envolvidos no contrato. O pagamento dos compromissos financeiros será realizado por meio de refinanciamentos de suas posições. No entanto, diferentemente de uma estrutura financeira especulativa, o estoque da dívida cresce pela capitalização dos juros que não foram pagos. A necessidade excessiva de refinanciamentos da dívida eleva o grau de exposição ou fragilidade financeira da unidade financeira *Ponzi*. Uma empresa diante dessa situação pode ser caracterizada pelo seguinte modo:

$$CC_i > Q_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2, \text{ para todos os períodos } i, \text{ exceto } i=n(?) \quad (1.11)$$

Durante muitos períodos, a firma tem os custos acima das receitas esperadas no investimento. No entanto, por poucos períodos de tempo, as firmas podem ter esta condição invertida pela entrada de novos recursos financeiros na tentativa de honrar os compromissos financeiros passados. Para tal, o sistema financeiro deve estar disposto à concessão de crédito para seu refinanciamento. E diante de acontecimentos inesperados, como ascensão inesperada na taxa de juros, desvalorização dos ativos ou queda nas receitas, os saldos futuros dos agentes poderão ser excessivamente comprometidos. O balanço de financiamento das dívidas para a unidade *Ponzi* é:

$$PkK + \eta \sum Kf(CC) = Kf(CC) + Eq \quad (1.12)$$

A posição financeira *Ponzi* é o caso extremo da especulativa, já que o valor líquido dos ativos e a liquidez sempre caem com a necessidade de refinanciamentos de curto prazo contínuos. Além disso, como alternativa a financiamentos bancários, os agentes podem

dispor das disponibilidades ou emitir títulos de dívidas ou ações, o que também caracteriza aumento de dívida (MINSKY, 1975). As implicações das escolhas dos agentes para uma economia é a discussão do próximo tópico.

1.3.4 Instabilidade sistêmica e as instituições

As relações financeiras descritas na seção anterior determinam o comportamento da economia, interferindo em sua estabilidade (MINSKY, 1992). A relação de robustez ou fragilidade financeira é dada pela combinação das unidades *hedge*, especulativa e *Ponzi*. O nível de endividamento dos agentes econômicos é um dos fatores que definirá o grau de fragilidade financeira, assim como mudanças na conjuntura econômica (i.e, taxa de juros).

De acordo com Minsky (1982), a instabilidade econômica é uma tendência inerente ao sistema capitalista, na qual as estruturas de financiamentos movem da estrutura *hedge* para *Ponzi*. Para o autor, esta instabilidade tende a emergir em momentos de tranquilidade financeira e crescimento econômico. Nessas condições, as estruturas de obrigações financeiras das unidades econômicas estão robustas e estáveis, com as expectativas de lucros e a credibilidade por parte dos tomadores de empréstimos elevadas. A liquidação dos débitos ocorre geralmente nos prazos determinados; e isso encoraja a realização de novos investimentos e aquisição de ativos de maior risco.

Segundo o autor, a existência de oportunidade de se obter mais lucros e de uma possível perda de competitividade, as unidades *hedge* adotam posturas menos conservadoras e passam a emitir maiores níveis de dívida. Este aumento no endividamento é acompanhado por: (i) crescimento proporcionalmente maior do fluxo de caixa referente ao pagamento dos compromissos financeiros em relação ao fluxo de receita esperada; (ii) proliferação de novos tipos de instrumentos financeiros a fim de atender as necessidades de crédito (inovação financeira); (iii) redução das margens de segurança; e (iv) crescente necessidade de crédito de curto prazo para honrar seus compromissos financeiros. Se a fase for acompanhada por um *boom* nos investimentos, a economia passará por um momento de crescimento econômico.

No entanto, eventuais choques criam circunstâncias de expectativas pessimistas, na qual são quebrados os “elos” de confiança das relações financeiras com o não pagamento dos

compromissos firmados. Este rompimento nos “elos” de confiança da cadeia de compromissos financeiros pode conduzir uma piora nas condições gerais de crédito. Desse modo, as margens de segurança dos agentes se elevam, assim como a busca por ativos líquidos, o que reduz o nível da atividade econômica e renda. Portanto, há um deslocamento de uma postura robusta e segura em direção a uma postura especulativa.

Diante de um crescimento dos esquemas financeiros especulativos e externos, as autoridades monetárias restringem a concessão de crédito para tentar controlar o processo inflacionário. Sem a capacidade de refinanciamento de dívidas, as unidades que utilizam de esquemas especulativos podem ser transformadas em *Ponzi* e aquelas unidades que já estavam em situação *Ponzi* podem ter o patrimônio líquido deteriorado rapidamente (MINSKY, 1992).

À medida que os agentes diminuem suas margens de segurança e adotam atitudes menos conservadoras, dá-se início ao processo de fragilização financeira, com o aumento do endividamento e da exposição dos agentes. No sentido Minskyano, a fragilidade aumenta a probabilidade de crises financeiras porque as economias tornam-se menos capazes de absorverem choques externos. Mas, espera-se que com a elevação do grau de risco do tomador e credor, as autoridades monetárias reduzam a oferta de crédito para inibir o crescimento da dívida.

Nos momentos de recessão, o alto nível de endividamento diminui a demanda efetiva, o que pode desencadear a deflação de dívidas, conforme apresentado por Fisher (1933)¹⁸. A reversão das expectativas positivas dos agentes nesse momento conduz à corrida pela liquidação das dívidas, o que resulta na preferência pela liquidez. Após isto, as autoridades monetárias limitam a concessão de crédito, o que eleva a angústia dos agentes por conta da necessidade de ativos líquidos para o pagamento dos empréstimos bancários. Perdas financeiras e dificuldade de crédito para rolar dívidas levam à venda generalizada de ativos; e os preços, de modo geral, caem. E isso pode causar a falência dos agentes,

¹⁸A sequência do processo de deflação de dívidas de Fischer (1933) é dada por nove passos após um alarme de crise tanto por parte dos devedores quanto dos credores: 1) Processo de liquidação da dívida; 2) Contração da oferta monetária e queda da velocidade de circulação da moeda; 3) Redução do nível de preços; 4) Queda nos resultados líquidos das empresas e algumas falências precipitadas; 5) Queda nos lucros; 6) Redução do produto, comércio e desemprego; 7) Pessimismo e perda de confiança; 8) Retenção da moeda e maior redução em sua velocidade de circulação; e 9) Aumento das taxas de juros.

dos bancos, além de ocasionar uma crise econômica, após as variáveis financeiras terem afetado as variáveis reais, como o produto e o emprego.

A reversão deste quadro só é possível com mudanças das expectativas pessimistas dos agentes em relação ao futuro. Para Minsky (1994a), em um mundo onde a dinâmica econômica é instável, a estabilidade pode ser alcançada e sustentada com intervenções e restrições ao sistema. As instituições limitam as atitudes dos agentes econômicos e conseguem alterar o comportamento deles, a fim de manter o estado de confiança dos agentes e assegurar o nível de investimento produtivo ao longo do tempo.

Minsky e Ferri (1991) afirmam que a resposta para o comportamento instável da economia está na evolução das instituições que nela estão presentes. O sistema econômico apresenta elementos conjunturais que são importantes na determinação da sua dinâmica. A economia é movida pela forma como os agentes avaliam o mercado e suas perspectivas de resultados futuros. Portanto, as instituições devem manter a confiança que a estabilidade se perpetuará ao longo do tempo. Na situação de expectativas pessimistas, as autoridades do Governo devem agir de modo que os empresários acreditem que terão lucros brutos suficientes para honrar seus débitos e, assim, continuarem o mesmo nível de investimento na economia.

1.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O debate teórico aqui reportado deixa claro que Minsky é um importante autor na explicação das perturbações financeiras que ocorrem no sistema capitalista. Para a construção da HFF, ele partiu dos pressupostos de Keynes da *Teoria Geral* e incorporou em suas obras questões do tempo histórico, incerteza, expectativas e a negação da neutralidade da moeda no curto e no longo prazo. Seu modelo analítico foi construído para compreender como as relações financeiras causam a fragilidade financeira interna. A análise de Minsky se destaca pela incorporação da estrutura dos passivos dos agentes, caracterizados pelas famílias, empresas, instituições financeiras e o governo.

A HFF pode ser resumida da seguinte forma: o processo de fragilização financeira é causado por fatores endógenos, ou seja, pelo processo de endividamento dos agentes para a realização de investimentos. Fatores externos como erros na política econômica ou choques de oferta não necessariamente ocasionam crises econômicas, mas pode prolongá-

las. A instabilidade econômica tende a emergir em momentos de tranquilidade financeira e crescimento econômico. Neste momento, as unidades econômicas aumentam o nível de investimento, conseqüentemente, os preços dos ativos e a participação de financiamentos mais especulativos aumentam. O resultado é um maior endividamento dos agentes. As mudanças nas expectativas dos agentes geram períodos de recessão e o lado real da economia é atingido com a redução do nível de produção e desemprego. Para que isso não aconteça, instituições e intervenções econômicas adequadas podem conter ou impedir impulsos endógenos que conduzam a comportamentos instáveis na economia.

Minsky (1982) afirma que os economistas devem estar atentos às transformações econômicas. Eles devem realizar análises dos dados econômicos para identificar a fragilidade financeira e evitar possíveis crises. Por isto, o próximo capítulo expõe uma metodologia utilizada pra economia brasileira para identificar o grau de exposição do país a choques externos.

2. A HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA APLICADA AO SETOR EXTERNO BRASILEIRO

2.1 INTRODUÇÃO

O modelo de Fragilidade Financeira de Minsky foi elaborado para explicar o comportamento financeiro dos agentes econômicos de um país conforme apresentado no Capítulo 1. No entanto, este modelo tem uma grande adaptabilidade para outros recortes analíticos. Uma possibilidade válida do modelo é o estudo das relações que os agentes residentes e não residentes estabelecem entre si para a aquisição de ativos e passivos denominados em moeda estrangeira (DYMSKI, 1999).

Tendo isto em mente, os objetivos deste capítulo são: ampliar a HFF de Minsky para o setor externo brasileiro e realizar uma análise das posturas financeiras propostas pelo autor diante dos fluxos de capital internacional sem invalidar os pressupostos da obra original. A inclusão de variáveis externas ao modelo será fundamentada em trabalhos que aplicaram a estrutura de Minsky para uma economia aberta. Entre os autores pode-se destacar, por exemplo, Paula e Alves Jr. (1999) que formalizaram a HFF de Minsky para avaliarem o grau de fragilidade financeira externa brasileira durante o período pré e pós-Real, ressaltando a importância da taxa de câmbio na compreensão desta análise.

Para tanto, o capítulo foi estruturado em três partes, além desta introdução e das considerações finais. A primeira parte define fragilidade financeira externa e serão apresentados os riscos da livre movimentação de capitais para o balanço de pagamentos das economias. A segunda sessão consiste na explanação dos principais ativos e passivos que os agentes econômicos podem adquirir com a integração financeira, além da caracterização das posturas financeiras do ponto de vista microeconômico, ou seja, dos agentes. E a terceira seção apresenta a metodologia adotada no trabalho para a construção do índice de fragilidade externa, bem como a caracterização da tipologia das posturas financeiras para o setor externo.

2.2 O PROCESSO DE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA E SUAS CONSEQUÊNCIAS NO BALANÇO DE PAGAMENTO DE UM PAÍS

Nas últimas décadas, a economia mundial passou por um intenso processo de integração, não apenas do comércio, mas também das finanças baseadas nos mercados de capitais. Salles (2008) define integração financeira internacional como o processo de interação entre um país individual com os mercados de capitais internacionais. Em outras palavras, é o processo que possibilita os residentes de um país negociar rapidamente com uma variedade de agentes e comercializarem uma gama de ativos e passivos em diferentes moedas ao redor do mundo.

Conforme Kregrel (2004), as evidências históricas e teóricas deste processo de integração mostram que o aumento da canalização de recursos externos para promover o desenvolvimento das economias locais favorece a instabilidade financeira. O autor reforça a ideia de Minsky de que a instabilidade econômica é um processo endógeno ao sistema capitalista, mas as economias podem evitar ou amenizar os efeitos de uma crise financeira adotando algumas políticas internas. Cada economia deve desenvolver práticas domésticas apropriadas e ter instituições financeiras que sejam suficientemente robustas para se adaptar ao processo de mobilidade de capitais e que possa intervir no comportamento natural destes mercados.

Diante do intenso aumento da integração mundial das economias e dos sistemas financeiros ocorrida nas décadas seguintes de suas obras iniciais, Minsky (1994b) introduziu alguns elementos da economia aberta em sua análise. O autor afirma que o crescimento do comércio internacional, a expansão da diversificação internacional de portfólios e a ampliação dos movimentos de capital originam desequilíbrios nos balanços de pagamentos dos países, que aumentam a fragilidade financeira do país. Partindo destes pontos, Paula e Alves Jr. (1999) definiram 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. [...] Pode-se definir, a partir de informações dos balanços de pagamentos de um país, o grau de fragilidade financeira externa quanto maiores (ou menores) forem as necessidades de que uma economia tenha que recorrer ao mercado financeiro internacional para renegociar posições financeiras em aberto (ou seja, que não possa ser paga de imediato), mesmo que com taxas de juros e prazos desfavoráveis. [...] O grau de fragilidade está relacionado a capacidade de pagamentos de um país com relação a suas obrigações cambiais, assim como o perfil delas [...] (p. 78 e 79).

O conceito de fragilidade financeira externa parte da ideia de que há riscos na compatibilização dos fluxos de entrada e saída de recursos externos. Na HFF, fatores endógenos levam à instabilidade de uma economia. Para uma economia aberta, os choques externos podem produzir efeitos desestabilizadores no mercado doméstico. Por isto, as economias que dependem de capitais externos são mais vulneráveis a crises financeiras.

Dymski (1999) nota que existem duas fontes de fragilidade financeira em economias integradas: a vulnerabilidade a colapsos nos mercados financeiros afetando o mercado de títulos superaquecidos e os excessivos endividamentos no âmbito da expansão cíclica, em que a expansão da dívida elimina a expansão da economia. O autor afirma que o crescimento econômico pode ser alcançado de duas formas: (i) através do aumento de sua capacidade produtiva, em consequência de inovações tecnológicas e trabalho qualificado; (ii) bem como de entradas excessivas de capital, em especial os de caráter especulativo. Este segundo ponto pode resultar na formação de bolhas, quando “a taxa de crescimento dos direitos financeiros sobre os ativos de capital excede a taxa de crescimento da produção de ativos reais” (p. 57). Mudanças nas expectativas dos agentes, no segundo caso, podem ocasionar uma fuga de capitais para outros mercados financeiros. Por sua vez, a saída de investidores pode desencadear processos inflacionários, choques no mercado de ações e/ou deflações de dívidas e desequilíbrios cambiais.

Gray e Gray (1994 *apud* Bahry e Gabriel, 2008) também ressaltam a importância da análise macroeconômica dos balanços de pagamentos para apontar eventuais modificações na conjuntura econômica doméstica e estrangeira, no sentido de diminuir a probabilidade de uma fragilidade financeira nestes países, decorrente do aumento da integração financeira mundial. Os autores alertam que os emprestadores internacionais devem ficar atentos aos “sinais” emitidos pelo balanço de pagamentos da economia que toma um empréstimo, cujos desequilíbrios podem trazer impactos negativos a economia concedente deste empréstimo. Segundo Oreiro (2006), o movimento irrestrito de fluxos de capitais entre as economias mundiais pode gerar problemas para a gestão macroeconômica, além do aumento da fragilidade externa da economia, a perda de autonomia na condução da política econômica, e tendência à apreciação cambial devido aos grandes fluxos de capitais.

Kregel (2004) observa a importância da taxa de juros como um instrumento macroeconômico. As autoridades monetárias devem acompanhar o movimento de capitais para definir as taxas de juros do país que sustente o investimento doméstico financiado pela dívida pública. Eventuais descompassos entre a taxa de juros local com a taxa de juros internacional pode trazer desequilíbrios no balanço de pagamentos. No caso da taxa de juros doméstica ser inferior à taxa referente vigente no exterior, haverá uma fuga de capitais pela busca de maiores rendimentos, o que tenderá a piorar a conta de capital, conseqüentemente, o balanço de pagamentos. Qualquer política monetária ou fiscal adotada por um país afeta as taxas de juros, e produzem efeitos nos fluxos de capitais e no balanço de pagamentos. Porém, as autoridades devem adotar taxas de juros adequadas para sua economia para atender os objetivos domésticos, como o controle da inflação.

Os países que adotam a integração financeira apresentam um agravante ao perderem sua autonomia de gestão macroeconômica, pois são mais propensos a crises financeiras e a diversos riscos, como ressalta Grabel (2001). Um risco que esses países enfrentam é o risco de contágio, ou seja, o perigo das economias domésticas serem vítimas de instabilidade financeira e macroeconômica que se origina em outros países. Oreiro (2006) observa que o efeito contágio ocorre quando investidores internacionais tomam suas decisões baseadas em rumores e boatos de determinado país. Um rumor negativo leva a saída de fluxos de capitais de um país para ser reaplicado em portfólios considerados mais seguros. Outro efeito que pode induzir o consenso negativo e gerar conseqüências para a economia doméstica é o comportamento de manada. Neste caso, os agentes imitam o comportamento dos demais investidores por acreditarem que a maioria possui mais informação que apenas um indivíduo.

Akyüz (1998) também nota a existência do risco de insolvência bancária dos países. O autor argumenta que o mercado de capitais é incapaz de fornecer uma alocação ótima dos recursos entre os países. Além disso, Minsky (1986) observou que os bancos frequentemente se posicionam em posturas especulativas, o que significa que os intermediadores financeiros sentem facilmente as pressões de eventos perturbadores.

Akyüz (1998) recomenda que para evitar a recorrência de crises financeiras externas os países devem adotar controles de capitais¹⁹ para diminuir a exposição ao risco excessivo por parte dos bancos. A imposição de limites prudenciais sobre o crédito bancário, a exigência de níveis adequados de capital e de compatibilização dos fluxos são exemplos de mecanismos que podem ser usados para evitar os efeitos negativos do movimento irrestrito de capitais. O autor nota ainda que países com entrada excessiva de capital geram uma acentuada expansão do crédito e da liquidez no mercado doméstico. Isto pode ocasionar uma valorização da moeda nacional em relação a estrangeira e crescendo a tendência ao financiamento de investimentos mais arriscados bem como os ativos especulativos, aumentando a exposição ao risco do setor bancário.

2.3 O COMPORTAMENTO FINANCEIRO DO SETOR EXTERNO À LUZ DA TEORIA DE MINSKY

2.3.1 Unidades decisórias e a estrutura de ativos e passivos para uma economia aberta

Arestis e Glickman (2002) observam que a teoria de Minsky pode ser estilizada para uma economia que se abre para os mercados financeiros globais. Os autores notam a importância de se compreender melhor esta realidade e as mudanças institucionais no sistema econômico. Por isso, o objetivo desta seção é apresentar uma configuração da estrutura de ativos e passivos para uma economia aberta, descrevendo a relação econômico-financeira entre os residentes e os não-residentes. Nesta relação foi incluída a movimentação dos fluxos migratórios e dos recursos financeiros entre as fronteiras.

A contabilização dos diversos fluxos econômicos e financeiros é de extrema importância para as estatísticas do setor externo por refletirem o grau de inserção de um país na economia mundial. Por isso, cada economia realiza um registro estatístico das transações econômicas, ocorridas em um determinado período de tempo, entre os residentes de um país com o restante do mundo (ARAÚJO, 2008).

Desse modo, esta seção amplia a estrutura de ativos e passivos realizado no capítulo 1, incorporando as relações econômicas e financeiras firmadas entre os residentes e os não-

¹⁹Controles de capitais são definidos como todo ou qualquer tipo de instrumento de intervenção na livre movimentação de capitais por meio das fronteiras nacionais. (CARVALHO; SICSÚ, 2006).

residentes diante da integração financeira²⁰. Analisando primeiramente os ativos, os agentes passam a ter a possibilidade de adquiri-los localmente ou no exterior, sendo que cada ativo apresenta um retorno. Lourenço (1999) nota que os agentes tomam suas decisões a partir do “princípio de concorrência de rentabilidade”, ou seja, analisam a rentabilidade e os diferentes níveis de risco que incorre a aquisição de cada tipo de ativo²¹. É importante enfatizar ainda que tanto o retorno via de fluxo de caixa (q) quanto a taxa de apreciação do ativo podem ser comercializadas tanto em moeda local (\$) quanto em moeda estrangeira (\$*).

De acordo com o quadro 2.1 abaixo, o primeiro grupo de ativos que os agentes podem adquirir são os bens de capital (novos e existentes), na qual residentes e não- residentes podem realizar transação na economia local, com rendimentos em moeda nacional, e no exterior, com retornos gerados em moeda estrangeira. Como já apresentado no capítulo anterior, estes são bens que não possuem um mercado secundário bem estruturado, por isso, a liquidez (l) e a taxa de apreciação (a) foram ignoradas. O segundo grupo de ativos são os imóveis e terras, que caracterizam os bens de consumo. Diferentemente dos bens de capital, estão sujeitos a variações nestas duas últimas variáveis e podem ser comercializados apenas no país local por qualquer tipo de agente (PUDWELL, 2001).

²⁰ A determinação das unidades residentes de um país é importante para o registro e classificação das transações porque eles apresentam um maior interesse econômico e são compostos pelas famílias, as empresas, as instituições financeiras e o governo (ARAÚJO, 2008).

²¹Minsky (1975) observa que a escolha de portfólio dos agentes depende de suas condições de financiamento que está intrínseco a cada fluxo de caixa ou nível patrimonial, por isso, nem todos os agentes buscam os ativos mais rentáveis. Aqueles que são avessos ao risco procuram diversificar sua carteira na tentativa de amenizar a mudanças bruscas no retorno total.

Agentes :	1) famílias 2) empresas não-financeiras 3) agentes financeiros 4) Banco Central e Governo 5) agentes não-residentes	} agentes financeiros
Ativos		Retorno dos ativos = R
a) compra de ativo de capital :		
a.1. existentes		a.1. $R = Q_1 (\$ \text{ ou } \$^*) - c$
a.2. novos (investimento) (Pk)		a.2. $R = Q_2 (\$ \text{ ou } \$^*) - c$
b) bens de consumo		b.1. $R = q (\$) - c + L + a (\$)$
c) ações		
c.1. compra de ações de residentes		c.1. $R = q (\$ \text{ ou } \$^*) - c + L + a$
c.2. compra de ações de não-residentes		c.2. $R = q (\$^*) - c + L + a (\$^*)$
d) compra de ativos financeiros		
d.1. em moeda nacional com juros fixos (ifx) ou juros flutuantes (ifl)		d.1.a. $R = q i \text{ fx} - c + L + a$ d.1.b. $R = q i \text{ fl} - c + L + a$
d.2. em moeda estrangeira com juros fixos (ifx) ou flutuantes (ifl)		d.2.a. $R = q i \text{ fx} - c + L + a (\$^*)$ d.2.b. $R = q i \text{ fl} - c + L + a (\$^*)$
d.3. compra de títulos do Governo nacional (Rg) sem indexação cambial		d.3.a. $R_g = i \text{ fx} - c + L + a$ d.3.b. $R_g = i \text{ fl} - c + L + a$
d.4. compra de títulos do Governo (Rg) com indexação cambial		d.4.a. $R_g = (ifx + e)(\$) - c + L + a$ d.4.b. $R_g = (ifl + e)(\$) - c + L + a$
d.5. venda de títulos do Governo (Rg) em mercados estrangeiros		d.5. $R_g = i^* - c + L + a (\$^*)$
e) compra de moeda nacional (\$)		e. $R = L - c - e$
f) compra de moeda estrangeira (\$*)		f. $R = e - c + L$
Passivo (fontes de financiamento):		
i) disponibilidades : em moeda nacional, em moeda estrangeira e ativos líquidos, sobretudo financeiros denominados em moeda nacional ou estrangeira;		
ii) fontes internas : fluxos de caixa esperados em moeda nacional ou estrangeira		
iii) fontes externas ao agente : os empréstimos podem ser de curto ou longo prazo, em moeda nacional ou estrangeira, com juros fixos ou flutuantes; emissão de títulos de dívida de curto ou longo prazo, em moeda estrangeira ou nacional, atrelados ou não a variação cambial; emissão de ações em moeda nacional ou estrangeira (em mercados externos)		
iv) fontes estrangeiras (já foram citadas acima, inclusas nos itens i, ii e iii)		
v) venda de bens de capital, imóveis ou terras.		

Quadro 2.1 - Estrutura de ativos e passivos e agentes com fluxos externos

Fonte: Pudwell, 2001.

Nota: Modificado pela autora.

O terceiro tipo de ativo proposto por Pudwell (2001) são as ações, que são títulos de propriedade, ou seja, a empresa lança títulos (emissão primária) que correspondem uma fração desta empresa emissora com intuito de captar um aporte de recursos que pode ser realizado em bolsas nacionais ou estrangeiras (com passivo em moeda estrangeira). Este lançamento de ações é realizado em instituições financeiras especializadas e podem ser negociadas em dois tipos de mercado: Bolsa de Valores e o Mercado de Balcão.

Os investidores domésticos podem escolher operar com ações em um mercado financeiro local com rendimentos em moeda nacional (\$) ou em um mercado financeiro externo com retornos em moeda estrangeira (\$*) e da mesma forma um investidor estrangeiro. As

Bolsas de Valores oscilam frequentemente de acordo com as condições momentâneas de oferta e procura, sendo que a evolução média dos preços das principais ações é representada pelo índice de preço de ações, de cada Bolsa de Valor e sua variação pode ocasionar uma competição entre elas dado que o índice dos preços de ações está vinculado com a taxa de juros. Um aumento na taxa de juros tende a diminuir o índice de preço das ações, porque significa um aumento do endividamento das empresas, conseqüentemente menores dividendos e lucros (LIMA, 2008).

Outro grupo de ativos representado por Pudwell (2001), para fazer consonância com o modelo de HFF, são os ativos financeiros que foram separados pelos ativos emitidos por agentes privados. O autor incluiu os agentes residentes e não-residentes, dos ativos financeiros emitidos pelo governo, com o retorno representado por R_g . Os ativos financeiros emitidos por agentes privados podem ter suas taxas de juros pré-fixadas ou pós-fixadas tanto em moeda nacional como estrangeira²².

A emissão de títulos do governo representa uma forma não-inflacionária usada para financiamento de seu déficit, a chamada dívida mobiliária. Além disso, serve para atrair influxos de capitais estrangeiros e uma maneira indireta de intervenção na taxa de câmbio (Pudwell, 2001). Estes títulos têm seus rendimentos atrelados a taxas de juros pré-fixadas ou pós-fixadas (taxas flutuantes) como também podem ser indexados pela taxa de câmbio (e). Os títulos do Governo também podem ser comercializados em mercados estrangeiros com o rendimento indexado pela taxa de juro internacional, considerada uma taxa de juro pós-fixada.

Lourenço (1999) nota que o mercado dos títulos é bem organizado com alto grau de liquidez e tende a ter um baixo prêmio ao risco, quando há poucas perspectivas de ocorrência de um *default* do governo. O risco ao obter este ativo está associado a mudanças de expectativas como a variação na taxa de juros, na qual reduz a ou alterações bruscas na liquidez da moeda, definida por lm . Os detentores de títulos de dívida privados e públicos esperam além da rentabilidade com a taxa de juros uma valorização (a) de tais títulos em relação ao valor de face.

²²Os ativos com taxa de juro pré-fixadas são aqueles que o rendimento é definido no momento da compra do ativo, enquanto que nos ativos com taxa de juros pós-fixadas o rendimento da aplicação depende de um indexador, por isso seu retorno será conhecido apenas no vencimento ou resgate do ativo.

Kregel (2004) alerta que deve haver uma restrição para a aquisição estrangeira de títulos nacionais. O acesso dos agentes não-residentes nos mercados mobiliários, assim como um maior acesso por residentes a ativos em moeda estrangeira, tende a estabelecer uma ligação estreita entre os dois mercados inerentemente instáveis, ou seja, mercado de câmbio e o mercado de capital. Isso pode gerar desequilíbrios na economia porque um choque cambial poderia levar ao colapso do mercado de ações, e por sua vez, as expectativas de baixa no mercado acionário poderiam facilmente traduzir-se em uma crise cambial.

O mercado de câmbio também é um segmento do mercado financeiro, que envolve as operações de câmbio definidas pela troca de moeda nacional por moeda estrangeira e vice-versa. Este mercado é composto pelo mercado primário e mercado secundário. O primeiro envolve operações entre os bancos e seus clientes e implica nas operações de compra e venda de divisas, de remessas e recebimento de moeda estrangeira relativa a investimentos, empréstimos, transferências, pagamentos de juros etc. As operações de compra e venda de divisas entre os bancos correspondem ao mercado secundário, que tem o objetivo de garantir a liquidação de todas as operações em moeda estrangeira.

No modelo apresentado no capítulo 1, a moeda foi descrita como um ativo que exerce a função de proteção ante a incerteza, de reserva de valor, apresentado liquidez máxima e rendimento nulo. No entanto, com a incorporação da moeda estrangeira na economia local, os agentes podem decidir compor seus portfólios com moeda nacional e/ou estrangeira. Os agentes passam a adquirir moeda pelo seu alto grau de liquidez e pelo possível rendimento específico diante de uma apreciação/depreciação da moeda local em termos de moeda estrangeira.

Neste sentido, a moeda apresenta um papel especulativo porque os agentes buscam um lucro monetário com a transação entre moedas, e seu grau de liquidez passa a ser questionado. Segundo Pudwell (2001), ela só apresenta liquidez plena se as liquidações dos contratos financeiros firmados forem denominadas na mesma moeda, uma vez que os agentes podem sofrer perdas diante de uma conversão das moedas.

Em uma economia aberta, as possibilidades de captação de recursos para a aquisição de ativos também aumentam, sendo representados pelas disponibilidades dos agentes, os fundos internos, os fundos externos e agora os financiamentos no exterior. Os agentes

podem captar todas essas fontes de financiamentos em seu país ou no exterior com recursos em moeda local ou em moeda estrangeira, que serão realizados a taxas de juros pré-fixadas ou pós-fixadas com prazos diferenciados.

Outra fonte de financiamento são a venda de imóveis e terras que os agentes possuem. Ela é distinguida das disponibilidades líquidas em caixa porque não se enquadra nas posturas financeiras de Minsky, que contempla apenas os lucros futuros capitalizados como um fluxo de caixa. No entanto, as vendas destes ativos garantem uma margem de segurança (τ) a estes agentes.

Cada agente possui diferentes formas de financiamentos disponíveis e a aplicação de todos estes recursos se torna mais complexa diante da imensa possibilidade de ativos com diferentes taxas de rendimento. Ou seja, o agente tenta direcionar o montante de capital para ativos que apresentam maior retorno, por isso, quando ocorre um diferencial das taxas de rentabilidade esperada entre opções de ativos do portfólio há deslocamentos deste capital em direção a outros ativos, alterando suas carteiras de portfólio (LOURENÇO, 1999).

2.3.2 Posturas financeiras para economias abertas

A presente seção tem o propósito de definir as posturas financeiras para cada unidade econômica de um país considerando os diferentes tipos de capital existentes. O objetivo da conceituação abaixo é auxiliar a aplicação da teoria de Minsky para o setor externo da economia. Neste tópico, realiza-se a descrição das posturas financeiras de um país representado por todos os agentes domésticos, ou seja, as relações agregadas das famílias, as empresas, instituições financeiras e não financeiras, e o Governo.

O estudo das posturas financeiras de uma economia aberta envolve uma dimensão adicional em relação às economias fechadas porque segundo Paula e Alves Jr (1999), as transações entre os residentes e não-residentes podem ser firmadas em moeda distintas. Com isso, a comparação entre os fluxos de renda esperados com os compromissos financeiros estabelecidos entre os agentes dependem de uma predição da taxa de câmbio vigente nas datas de pagamentos dos contratos. Este prognóstico pode elevar a

vulnerabilidade dos agentes diante de mudanças no mercado financeiro, em especial do mercado de câmbio, incorporando o risco cambial nas transações.

As estruturas financeiras dos agentes são influenciadas pelas variações das taxas de câmbio que podem afetar tanto o plano operacional como as atividades financeiras dos agentes. Mudanças cambiais geram alterações nos lucros dos agentes podendo comprometer tanto suas receitas como as despesas que foram realizadas em moeda estrangeira. No plano financeiro, as variações nas taxas de câmbio podem comprometer os pagamentos dos compromissos financeiros firmados dependendo da moeda que foi realizado o financiamento.

Conforme visto na seção anterior, existem inúmeras combinações entre ativos/passivos com moeda nacional e estrangeira. Por isso, o quadro 2.2 abaixo visa apresentar as posturas financeiras conforme a moeda utilizada nas transações e incorporando o risco cambial.

	<i>Hedge</i>	<i>Especulativo/Ponzi</i>	<i>Especulativo/Ponzi</i>	<i>Hedge</i>
Receitas	\$*	\$*	\$	\$
Despesas	\$*	\$	\$*	\$

Quadro 2.2- Tipos de Posturas Financeiras conforme a moeda em que são realizadas receitas e despesas

Fonte: Paula e Alves (1999).

O quadro 2.2 expõe a sensibilidade das unidades econômicas diante de variações cambiais, considerando que os agentes que adotam uma postura financeira *hedge* são aqueles que escolheram ativos e passivos denominados em uma mesma moeda. Estes agentes reduziram seu risco cambial protegendo seus balanços patrimoniais de variações cambiais e garantiram maior possibilidade de solvência e liquidez com a menor dependência do comportamento do mercado financeiro. Diferentemente daqueles agentes que optaram por receitas e despesas em moedas diferentes, porque uma variação cambial pode afetar as atividades operacionais e financeiras dos agentes, sendo estabelecida uma relação especulativa ou *Ponzi*.

Paula e Alves Jr. (1999) exemplificam a postura especulativa/*Ponzi* com os importadores e exportadores de bens e serviços que sofrem o impacto direto de valorizações ou

desvalorizações em suas relações de receitas e despesas. No entanto, Pudwell (2008) nota que estes agentes podem mudar esta situação e diminuir o risco cambial reajustando as compras e vendas de suas mercadorias para o mercado futuro, por um preço fixo.

Akyüz (1998) nota que além das variações cambiais o grau de fragilidade financeira dos agentes também depende das taxas de juros incorridas em cada tipo de passivo adquirido. Desta forma, os agentes que tomam um empréstimo com taxas de juros flutuantes não sabem o montante da dívida no final do pagamento, por isso, serão classificados como especulativo/*Ponzi*.

Esta classificação pode ser estendida a todos os ativos que apresentam um rendimento variável, como os ativos financeiros que estão atrelados a uma taxa de juros flutuantes ou as ações que apresentam retornos variáveis. A compra de ações é considerada de natureza especulativa porque a solvência do passivo contraído para a operação depende do mercado financeiro. Kregel (2004) nota que as situações sujeitas à volatilidade e incerteza diminuem o controle de suas receitas e despesas, acarretando uma maior suscetibilidade à ocorrência de crises do balanço de pagamentos. Por isso, os agentes que querem tomar decisões mais seguras devem escolher obrigações de juros fixos ou ativos que gerem dividendos, ou seja, que dependa do mercado de bens. Arestis e Glickman (2002) explicam que:

The unit would then be in an analogous position to an organization with long-dated *variable-rate* debt in a closed economy: it could be characterized as a hedge-financing unit insofar as it appears able to meet its financial obligations given the existing climate of expectations; but it could, on the other hand, be viewed as a speculative financing unit in the sense that it was vulnerable to adverse changes in financial conditions, specifically, movements in the exchange rate (p. 245).

Os agentes podem passar de um perfil de financiamento especulativo para *Ponzi* quando ocorrem acontecimentos inesperados ou imprevistos tanto no âmbito interno quanto externo do credor. Esta postura representa uma condição de fragilidade extrema porque neste caso o principal objetivo do credor não é tanto a viabilidade econômica do projeto,

mas de convencer os mutuários a realizarem refinanciamentos e que podem cumprir os novos serviços da dívida, assim como os anteriores (KREGEL, 2004).

Como exposto, a categorização de posturas financeiras para uma economia aberta não é tão simples quanto para uma economia fechada, dado a variações contínuas nos ganhos de capital esperado e dos serviços de dívidas contraídos por uma unidade econômica, que podem ser considerados também em moeda estrangeira. E Aretis e Glickman (2002) afirmam que mesmo com a complexidade das transações realizadas entre os agentes, uma das soluções para restringir potenciais contágios de fragilidade para uma economia aberta é atuação ativa do governo. Assim como em uma economia fechada é necessário a intervenção estatal com a atuação do *Big Central Bank* (banco central de última instância) e do *Big Government* (política fiscal anticíclica) na tentativa de impedir que uma crise financeira se transforme em uma depressão econômica.

2.4 METODOLOGIA USADA PARA IDENTIFICAR O GRAU DE FRAGILIDADE EXTERNA DE UMA ECONOMIA

2.4.1 O Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE)

Paula e Alves Jr. (1999) aplicaram a teoria de Minsky para o setor externo brasileiro e desenvolveram um Índice de Fragilidade Financeira Externa (doravante IFE) desde o segundo trimestre de 1992 até o quarto trimestre de 1997. Este tópico apresenta a metodologia usada nesta Dissertação para calcular o grau de fragilidade financeira da economia brasileira no período que consiste de 1994 a 2012. O indicador proposto pelos autores é uma fonte de informações para auxiliar a compreensão da evolução da fragilidade financeira no setor externo brasileiro até o período em questão.

A partir das informações do Balanço de Pagamentos do Brasil, o IFE é um indicador que concilia variáveis de fluxos, estoques de capitais e o passivo do país para calcular seu grau de dependência de refinanciamentos frente o mercado internacional de capitais. O IFE é um índice que mede a capacidade pontual do país de honrar com seus compromissos mais imediatos em moeda estrangeira, sustentar o equilíbrio do balanço de pagamento e da política cambial. Ele é definido como:

$$IFE = \frac{M + D_j + D_{os} + A + CCP-1 + PLA-1}{X + R_j + R_{os} + RE-1 + I_d + E_m} \quad (2.1)$$

em que:

M são as importações e X são as exportações;

D_j e D_{os} são as despesas com juros e outros serviços, respectivamente;

R_j e R_{os} são as receitas com juros e outros serviços, respectivamente;

A representa as amortizações dos 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 correspondem os investimentos diretos;

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

O IFE relaciona as obrigações efetivas e potenciais de um país, denominados em moeda estrangeira, com a capacidade de pagamento dos compromissos financeiros externos. Por isso, o numerador do IFE inclui as principais operações do passivo do país. Ele é caracterizado pelas despesas reais que são os gastos com importação (M); despesas com juros (D_j) e os demais serviços e rendas (D_{os}); e a amortização de empréstimos (A), além das obrigações potenciais que reúnem os estoques de capitais de curto prazo ($CCP-1$) e os investimentos líquidos em portfólio ($PLA-1$) defasados em um período.²³

O denominador neste índice é compreendido pelas principais fontes de recursos que um país pode recorrer para honrar seus compromissos em moeda estrangeira. As fontes internas correspondem as suas receitas correntes que são as exportações (X), receitas com juros (R_j) e outros serviços e rendas (R_{os}). As fontes externas de recursos foram caracterizadas pelas entradas de divisas oriundas dos investimentos diretos e pelos empréstimos de médio e longo prazo (E_{ml}) e as disponibilidades líquidas do país, representadas pelas reservas internacionais ($RE-1$) acumuladas ao longo do tempo.

²³ Em nota de rodapé, Paula e Alves (1999) explicam que os capitais de curto de prazo acumulados e os investimentos líquidos foram defasados em um período porque as obrigações citadas somente poderão ser exigidas no trimestre subsequente ao de referência de sua entrada. Na formulação do índice, a variável denominada reservas internacionais também foi convencionada a utilização das reservas acumuladas até um trimestre anterior. Para os autores, “as obrigações de um determinado trimestre poderão ser enfrentadas com as reservas cambiais do próprio trimestre além das reservas acumuladas até o trimestre anterior” (p. 79).

O IFE é um índice que mede a capacidade pontual do país de honrar com seus compromissos de curto prazo e sua liquidez com relação entre o ativo e o passivo. Assim, a elevação do índice sugere a elevação da vulnerabilidade externa do país diante de mudanças na conjuntura econômica, como variações nas taxas de juros e na taxa de câmbio, tende a diminuir sua capacidade de honrar suas obrigações do passivo de curto prazo de maturação e, conseqüentemente, aumentar a dependência de refinanciamentos externos ou “queimar” suas disponibilidades líquidas, as reservas internacionais. Alternativamente, uma diminuição do IFE pode significar a redução da dependência do país ao mercado internacional de capitais, bem como a elevação de sua capacidade de quitação dos compromissos financeiros mais imediatos, que podem ter sido substituídos por empréstimos considerados de médio e longo prazo ou foram cobertos por recursos correntes.

Pudwell (2001) aponta duas deficiências na construção do índice IFE desenvolvido por Paula e Alves Jr. (1999). Primeiramente, o índice não investiga as pressões que podem ser causadas pela saída futura de recursos com empréstimos de médio e longo prazo ou de divisas dos investimentos diretos. Desse modo, o índice pode apontar que a fragilidade financeira externa está diminuindo diante de uma redução da dívida de curto prazo, no entanto, pode está subindo em relação à dívida de médio e longo prazo. Outro problema do índice é a incorporação de passivos de longo prazo em seu denominador porque um país pode não ter o passivo de médio e longo prazo cobertos pelos recursos esperados do país e isso também é uma forma de fragilidade financeira, com riscos de pressões cambiais e de solvência.

Apesar das deficiências mencionadas, o IFE ainda é instrumento válido, juntamente com o suporte de outros indicadores econômicos para a análise da fragilidade financeira externa. Para ampliar esta análise, a próxima seção tem o objetivo de caracterizar as posturas financeiras para os países a partir do IFE.

2.4.2 As posturas financeiras para um país de acordo com IFE

Por sua vez, a interpretação do IFE é uma correspondência análoga à Hipótese de Fragilidade Financeira desenvolvida por Minsky, que torna possível realizar o enquadramento das posturas financeiras para o setor externo de um país. De uma forma esquemática e em consonância com o modelo geral de Minsky, propõe-se nesta

Dissertação a caracterização destas posturas. Uma estrutura hedge para o setor externo é caracterizada da seguinte forma:

$$X + R_j + R_{os} > (M + D_j + D_{os}) + (A + CCP_{-1} + PLA_{-1}) \quad (2.2)$$

$$Receitas\ correntes > Despesas\ correntes + Despesas\ financeiras \quad (2.3)$$

Uma economia é considerada hedge quando suas receitas correntes realizam o pagamento integral de suas obrigações correntes (importação e despesas com juros e outros serviços) mais os gastos financeiros externos. Utilizando as variáveis do índice, os gastos financeiros foram definidos como amortização, estoque de capital de curto prazo e o investimento líquido do país. Neste caso, o país não precisa recorrer a refinanciamentos externos nem à redução do nível de reservas.

Kregel (2004) nota que os países apresentam perfis de financiamento *hedge* quando possuem um saldo positivo no balanço de pagamento externo para agirem com uma margem de segurança contra as flutuações na receita. Para o autor, uma forma de sustentar a estabilidade do sistema financeiro internacional é garantir que países em desenvolvimento mantenham suas estruturas financeiras externas o mais próximo possível da postura *hedge*. Este perfil pode ser assegurado se as receitas de exportação líquida são suficientes para cobrir as necessidades de serviço da dívida e gastos correntes para cada período futuro. No entanto, as economias em desenvolvimento dificilmente se classificam como *hedge* pela grande volatilidade nas receitas com exportações, uma vez que geralmente são países especializados na produção de *commodities*, produtos caracterizados pelas grandes variações de preços e altamente dependentes do mercado de câmbio. Além disto, estes países se tornam mais vulneráveis a choques externos devido ao ingresso de capital estrangeiro de natureza especulativa, o que dificulta a adoção de posturas seguras. Conforme Salles (2007), tal fato se acentuou drasticamente a partir da década de 1990 por conta da desregulamentação financeira e da liberalização da conta de capitais colocada em prática em diversos países do mundo.

Por sua vez, uma economia especulativa apresenta desequilíbrios nas contas correntes do balanço de pagamento e não apresenta saldos positivos para realizar o pagamento das obrigações totais da dívida. Neste caso, para financiar estes déficits, definiu-se que se o

país necessitar de outras receitas como a utilização de reservas líquidas internacionais e/ou influxo de IDE ao país, ele estará em postura especulativa. As receitas correntes não foram suficientes para cobrir integralmente suas obrigações, o país precisa de suas reservas internacionais e de investimentos estrangeiros diretos. Este último representa uma forma de entrada de capital de melhor qualidade de financiamento das contas externas, de natureza menos volátil e sua entrada está vinculada ao desempenho econômico do país receptor. No entanto, este tipo de fluxo pode representar um risco à solvência externa de uma economia quando assume um caráter especulativo (i.e, a compra de uma empresa ou imóvel de valor baixo esperando grandes retornos em sua venda).

A economia, portanto, passa de uma posição que depende apenas de seu resultado corrente e passa a depender do mercado financeiro. No entanto, ela não apresenta necessidade de refinanciamentos em longo prazo para suprir os gastos de curto prazo. Assim, o grau de endividamento especulativo para o setor externo de um país é definido por:

$$(X + R_j + R_{os}) + RE_{-1} + Id > M + D_j + D_{os} + A + CCP_{-1} + PLA_{-1} \quad (2.4)$$

$$\textit{Receitas correntes} + \textit{Receitas financeiras (com RE e Id)} > \textit{Despesas totais} \quad (2.5)$$

Por último, a postura financeira *Ponzi* é aquela que os gastos com transações correntes e obrigações financeiras com não residentes são superiores aos valores do fluxo de caixa efetivo. Por isto, é necessário recorrer a refinanciamentos com os capitais estrangeiros e/ou dispor das reservas internacionais para saldar compromissos imediatos e promover uma diminuição do déficit nas contas correntes. Desta forma, a estrutura *Ponzi* é definida:

$$X + R_j + R_{os} + RE_{-1} + Id + E_{ml} > M + D_j + D_{os} + A + CCP_{-1} + PLA_{-1} \quad (2.6)$$

$$\textit{Receitas correntes} + \textit{Receitas financeiras} > \textit{Despesas totais} \quad (2.7)$$

Neste caso, o país encontra-se em uma situação financeira mais frágil e há necessidade recorrente de recorrer ao mercado internacional de capitais para realizar refinanciamentos de longo prazo (definido por E_{ml}) para cobrir compromissos de curto prazo. Vale ressaltar,

que estes empréstimos são considerados de médio e longo prazo pelo Banco Central do Brasil, porém parcela deles são emissões por residentes em mercados internacionais de bônus, notas e *commercial papers* atrelados a taxa de juros fixas e flutuantes.

Em suma, a classificação proposta acima permite a identificação pontual das situações financeiras adotadas pelo setor externo. Hermann (1993) observa que os valores absolutos do cálculo de indicadores de fragilidade financeira índice é menos relevante do que verificar a trajetória econômica ao longo do tempo. Para ela, os índices devem ser utilizados como medida para examinar a tendência econômica e as possíveis as oscilações no balanço de pagamentos em cada período estudado. A partir dos princípios teóricos e metodológicos expostos acima, realizou-se o cálculo do IFE cujos resultados serão expostos no capítulo seguinte.

2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O entendimento das causas e consequências da instabilidade financeira para uma economia aberta se torna mais complexo com a intensificação da abertura financeira ocorrida a partir dos anos 1970. Por isso, o presente capítulo procurou apresentar a HFF para uma economia aberta. Para isso, houve a introdução de novas fontes de financiamentos: fontes externas de financiamento, através de empréstimos, aquisição de ações, de ativos financeiros ou ativos de capital.

As decisões de portfólio e a fragilidade financeira passam a se relacionar com ativos e passivos em diferentes moedas. Em uma análise microeconômica, os agentes buscam compor suas carteiras em uma moeda e assumir passivos em outra, aumentando sua lucratividade e fragilidade financeira. Do ponto de vista macroeconômico, os movimentos de fluxos de capitais influenciam as contas correntes e podem gerar perda da autonomia das políticas econômicas domésticas e aumento da vulnerabilidade externa. De acordo com a análise Pós-Keynesiana utilizada nesta Dissertação, os mercados financeiros são imperfeitos, apresentam informações assimétricas e estão sujeitos aos problemas subjacentes ao ambiente de incerteza prospectiva. Estas características do mundo real tornam as transações instáveis, por isso, os controles de capitais são uma forma de corrigir falhas de mercado e diminuir a chance de eventuais crises financeiras.

A fragilidade financeira externa nos moldes de Minsky inicia com o endividamento excessivo dos países durante a expansão econômica, na qual está sob posturas financeiras *hedge*. Neste período, os países apresentam expectativas otimistas em relação ao mercado e reduzem suas margens de segurança e se arriscam mais. Além disto, a presença de estrangeiros na economia local eleva o risco de fuga e eles podem exigir medidas especiais para proteger suas participações acionárias no país. Em caso de uma fuga, dependendo de sua intensidade, pode levar a um colapso nos mercados financeiros e/ou deflações de dívidas, ou mesmo a processos inflacionários, independentemente da ação dos proprietários de ativos domésticos. Portanto, a economia passa de uma situação *hedge* para a *Ponzi*, com grandes dificuldades de honrar seus compromissos.

Para auxiliar o estudo da fragilidade financeira do país foi realizada no capítulo a classificação das posturas financeiras para o setor externo. A postura financeira *hedge* é a situação que as receitas correntes de um país são suficientemente altas para o pagamento de compromissos correntes e financeiros assumidos. Quando este apresenta saldos positivos pode ainda realizar investimentos no exterior ou aumentar as reservas do país. Por fim, o país pode chegar à situação financeira *Ponzi*, na qual necessita de investimentos estrangeiros, contração de empréstimos no exterior e redução de suas reservas internacionais para conseguir honrar seus gastos totais.

3. EVOLUÇÃO DAS CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS E SEUS IMPACTOS NO PERÍODO DE 1994 A 2012: UMA INTERPRETAÇÃO MINSKYNIANA

3.1 INTRODUÇÃO

Conforme discutido no capítulo anterior, a evolução das contas externas de um país depende do volume e da composição dos fluxos financeiros e comerciais, bem como a interação dos dois fatores. Portanto, para estudar este tema é preciso avaliar os aspectos macroeconômicos (como o regime de câmbio adotado e a taxa de juros vigente), tanto quanto os aspectos estruturais (grau de abertura de um país e a estrutura do sistema financeiro). O desempenho das contas externas de uma economia depende, portanto, dos fatores exógenos (dinâmica internacional) e de suas características estruturais (PRATES, CUNHA E LÉLIS, 2011).

Tendo isto em mente, este capítulo tem por objetivo examinar a evolução das contas externas brasileiras durante o período de 1994 a 2012. Para isto, o capítulo procura: (i) analisar o impacto da integração financeira na década de 1990 na estrutura financeira do Brasil; (ii) descrever o cenário externo que marcou o período em questão; e, (iii) verificar como as decisões das autoridades monetárias interferiram na fragilidade externa do país a partir de uma interpretação baseada no modelo de fragilidade financeira Minskyana, adaptado para o setor externo por autores brasileiros.

O capítulo está estruturado em três seções além desta introdução. A seção 3.2 apresenta a metodologia para a extensão do cálculo do IFE para a economia brasileira até o ano de 2012 e seus resultados. Neste tópico também é realizada a caracterização das posturas financeiras para o setor externo brasileiro, em consonância a tipologia desenvolvida por Minsky e por autores pós-keynesianos, conforme apresentada no capítulo 2. Por fim, apresenta os resultados de outros indicadores de solvência externa desde a implantação do Plano Real em 1994. A seção subsequente realiza uma descrição do panorama econômico do Brasil. Para a melhor compreensão da análise a ser feita, o período selecionado foi dividido em cinco fases: (i) 1994-1998; (ii) 1999-2002; (iii) 2003-2006; (iv) 2007-2010; e, (v) 2011-2012. Finalmente, considerações finais concluem o capítulo.

3.2 PANORAMA GERAL DA SITUAÇÃO EXTERNA BRASILEIRA NO PÓS PLANO REAL

3.2.1 A aplicação do IFE para economia brasileira de 1994 a 2012

A literatura pós-Keynesiana referente à aplicação do IFE para a economia brasileira tem avançado a partir do fim da década de 1990. Paula e Alves (1999) desenvolveram originalmente o índice a partir dos dados disponíveis das contas nacionais para o período de 1992-97. Em seguida, Pudwell (2001) fez o mesmo para os anos de 1994-99. Mais recentemente, Caruso (2007) e Barros (2008) expandiram o cálculo deste indicador até 2006. Dada a importância desta ferramenta de análise para entender as idiosincrasias do setor externo da economia do país, esta Dissertação amplia o cálculo do IFE para o ano de 2012. Assim, com base na metodologia descrita no capítulo anterior, a presente seção tem o objetivo de: (i) apresentar as características metodológicas do cálculo do índice; (ii) o resultado do cálculo do IFE para a economia brasileira de 1994 a 2012; (iii) a classificação das posturas financeiras em concordância com a teoria de Minsky para o setor externo.

Para um maior aprofundamento da análise da economia brasileira, optou-se por dividir o período total de investigação em cinco fases. A primeira corresponde aos anos de 1994 a 1998. Este período é marcado pela implantação do Plano Real e redução significativa da taxa de inflação, que apresentou uma forte resistência à queda desde a década de 1980 (SALLES, 1997; LOPES, 2011). Adicionalmente, o cenário internacional passava por diversas perturbações econômicas, como a crise econômica no México em 1995, a crise financeira no sudoeste da Ásia no segundo semestre de 1997, e na Rússia, em agosto de 1998.

A segunda fase ocorre entre 1999 a 2002 corresponde ao segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso e foi um período de grandes mudanças na política econômica brasileira. Em 1999, teve o abandono da âncora cambial que permitiu que fosse implementado o tripé macroeconômico: (i) regime de metas de inflação; (ii) câmbio flutuante, respondendo à política monetária e aos fluxos cambiais; e (iii) metas de superávit primário. Além disto, esta fase é marcada pelo alto grau de mobilidade de capitais, de tal forma que governo brasileiro reduziu as restrições aos fluxos de capitais entre o país e o exterior ainda existentes. É também identificada pelo quadro de instabilidade econômica mundial, na qual se destaca o ataque terrorista de 11 de setembro de 2001 e pela crise econômica na Argentina no mesmo ano.

A terceira fase compreende de 2003 a 2006, o primeiro mandato do presidente Luís Inácio Lula da Silva. Neste período a economia mundial passa por um momento de expansão econômica sem grandes turbulências internacionais. A quarta fase vai de 2007 a 2010, ou seja, período este que corresponde ao segundo governo do presidente Lula. O principal fato ocorrido nesta época foi a grave crise do sistema imobiliário norte-americano que atingiu o status de crise financeira internacional sistêmica. Por fim, os dois primeiros anos do mandato da presidenta Dilma (2011/2012) marcam grandes mudanças na política econômica brasileira em que a taxa de juros do país alcançou o menor patamar da história.

Em relação à aplicação do IFE é importante salientar que a partir de janeiro de 2001, o Banco Central do Brasil alterou a metodologia de divulgação do balanço de pagamentos. A modificação ocorreu com o objetivo de implementar a metodologia estabelecida na quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (FMI), publicado em 1993. Desde a mudança, algumas séries utilizadas por Paula e Alves (1999) foram descontinuadas, o que inviabilizaria a expansão do índice a partir de 2001. Para tanto, o presente trabalho aplica o índice sob as novas mudanças do Balanço de Pagamento brasileiro, mas utiliza de algumas *proxies* para as variáveis do IFE sem invalidar os pressupostos do indicador original.

A partir desta nova metodologia adotada pelo FMI, Barros (2008) fez algumas alterações que serão aplicadas no IFE. A primeira delas foi a variável amortização dos empréstimos (A) que passa a corresponder às amortizações de médio e longo/prazo. Outra mudança foi no cálculo do estoque de capital de curto prazo (CCP) após 2001. Os valores seguintes após a modificação foram atualizados pela adição da variação da dívida externa de curto prazo no período t (por exemplo) ao estoque do trimestre anterior. Esta alteração também foi realizada para o cálculo dos empréstimos de médio e longo prazo (E_{ml}), que a partir da nova metodologia foi substituída pela *proxy* “variação da dívida externa de médio e longo prazo”. O estoque de investimento líquido em portfólio foi contabilizado somando-se os “investimentos estrangeiros em carteiras de companhias brasileiras”, desde 1994-I. Por fim, as reservas internacionais foram apuradas utilizando-se o conceito de liquidez internacional²⁴.

A partir destas modificações e adaptações feitas, realizou-se o cálculo do IFE para o período proposto conforme visualizado no Gráfico 3.1. Para isto, utilizou-se de séries trimestrais obtidas

²⁴ O cálculo do volume de reservas internacionais utiliza o “conceito de liquidez internacional”. Este critério considera as reservas internacionais que tiveram origem nos superávits do balanço de pagamentos mais os títulos em dólar e outros recursos de médio e longo prazo detidos no Banco Central.

a partir do balanço de pagamentos divulgado pelo Banco Central do Brasil (BCB) e IPEADATA. Vale a pena salientar que o IFE busca averiguar, pelo critério da liquidez, a capacidade da economia em lidar com a vulnerabilidade externa no curto prazo. Quanto maior o índice, menor será a capacidade de pagamento de dívidas de curto prazo do país, por conseguinte, vulnerabilidade externa deste país²⁵. Esta seção apresenta panoramicamente a evolução do IFE sem discutir os detalhes de política econômica pois estes serão apresentados na seção 3.3.

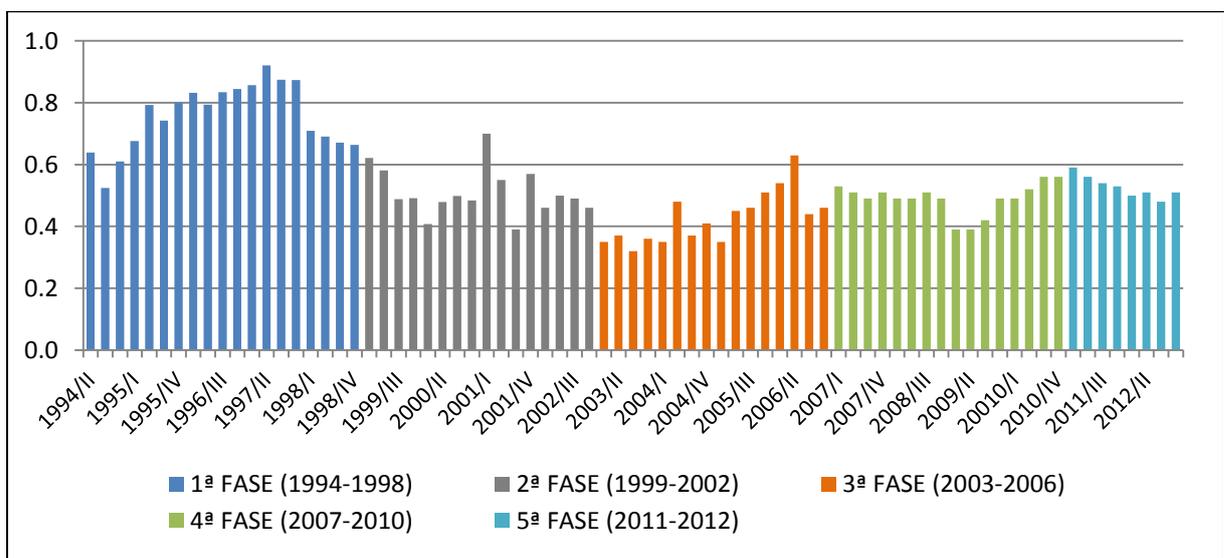


Figura 3.1 – Evolução do IFE de 1994 a 2012

Fonte: BCB e IPEADATA.

Nota: Elaboração própria.

Uma breve observação da figura acima dá conta de que na primeira fase (período 1994/98), que corresponde aos primeiros anos de implantação do Plano Real, a fragilidade financeira externa apresentou os valores mais elevados, atingindo o pico de 0,92 no primeiro trimestre de 1997 e um IFE médio de 0,77. Após a mudança no regime cambial brasileiro em 1999, a fragilidade financeira externa reduziu. O IFE médio do segundo mandato FHC (1999-2002) foi de 0,51. No terceiro subperíodo do primeiro governo Lula (2003-2006), o valor médio reduz-se ainda mais e atinge 0,43. Seu valor máximo nesta fase foi 0,62 no segundo trimestre de 2006. No segundo governo Lula, ocorreu um aumento do IFE médio para 0,49 em decorrência do cenário

²⁵ Cristina de Araújo, Silva de Araújo e Bruno (2001) explicam que os conceitos de fragilidade e vulnerabilidade externa são diferentes, porém interdependentes. O primeiro está associado à abordagem de Minsky (1986), mas ambos refletem a ideia da capacidade de uma economia de cumprir com as obrigações atuais diante de choques internos e externos.

internacional conturbado. Por sua vez, nos primeiros dois anos do mandato de Dilma Rousseff, a fragilidade financeira permaneceu em patamares baixos, com valor médio de 0,53, embora mais elevados que no período anterior.

Além do simples cálculo do indicador, tentou-se estabelecer a partir do IFE, um padrão que pudesse identificar o ponto no qual uma economia passaria da situação financeira *hedge* para especulativa e conseqüentemente *Ponzi*. No entanto não foi possível²⁶. Apesar disto, a partir da classificação adotada no capítulo anterior, verifica-se que o setor externo do Brasil é predominantemente especulativo, como mostra a tabela B que está no Anexo do trabalho.

Para realizar a classificação das posturas financeiras, as receitas totais (baseadas no trabalho de PAULA e ALVES, 1999) foram divididas em três tipos de fontes de renda que um país pode obter. A tabela B mostra a evolução destes três tipos de receitas do setor externo para o período selecionado. A receita 1 corresponde a totalização da renda corrente do país (exportações mais receitas com juros e outros serviços). Se a receita corrente de um país for superior aos gastos totais, esta economia encontra-se na situação *hedge*. Para uma situação financeira especulativa, a receita 2 definida pela soma das rendas correntes e financeiras (no caso foram denominadas pelas reservas internacionais e investimento estrangeiro direto) deve ser suficiente para honrar todas as despesas. Por fim, uma economia é classificada como *Ponzi* quando necessita de empréstimos de longo prazo para saldar sua dívida. Neste caso, a receita 3, que são as receitas totais, devem igualar ou superar os gastos totais de um país. Esta situação é mais vulnerável, porque o país depende do mercado financeiro internacional para realizar refinanciamentos e saldar os débitos externos.

Como já era de se esperar, o Brasil não apresentou em nenhum momento do período analisado uma postura financeira externa *hedge*. A principal fonte de receitas correntes do país é a exportação, que durante a série histórica analisada nunca foi alta suficiente para cobrir os gastos totais externos. Na série de 75 observações, houve dois momentos *Ponzi*. O primeiro, no segundo trimestre de 1994, o segundo, no segundo trimestre de 1997 (respectivamente, 0,64 e

²⁶Um dos objetivos da aplicação do IFE à economia brasileira era realizar uma parametrização do IFE para identificar um intervalo para as posturas financeiras externas de um país. No entanto, conforme Paula e Alves (1999) já haviam notado que não é possível através do índice estabelecer o ponto que uma economia passa da postura *hedge* para especulativa e, por conseguinte, *Ponzi*. Por isto, a tentativa de realizar a parametrização para o setor externo, nos moldes que Terra e Ferrari Filho (2011) fizeram para o setor público, não foi bem sucedida. O IFE varia de 0 a $+\infty$ por ser uma somatória com valores absolutos, enquanto que para o índice realizado para o setor público varia de $-\infty$ a $+\infty$. Apesar disto, através da classificação das posturas financeiras para o setor externo será possível identificar qual a estrutura financeira adotada no país.

0,92). Portanto, nos outros períodos, a economia brasileira se comportou de forma especulativa, com o IFE variando de 0,32 a 0,92. Isto evidencia que não se pode definir um padrão para as posturas financeiras a partir do IFE, porque há períodos que seus valores podem caracterizar uma economia especulativa e em outros momentos, *Ponzi*. Apesar disto, a caracterização elaborada tal como no parágrafo anterior permanece válida.

Os motivos para estes dois momentos de grande instabilidade financeira serão expostos em conjunto com a análise da evolução do índice. Antes disto, o tópico a seguir apresenta uma breve análise dos indicadores de solvência externa com intuito de completar a visão fornecida pelo IFE.

3.2.2 Outros indicadores de solvência externa

Os indicadores apresentados na Tabela 3.1 refletem a restrição orçamentária intertemporal ou a restrição da solvência externa à qual todo país está sujeito em médio e longo prazo. Foram analisados cinco indicadores de endividamento externo: dívida externa total/exportações; dívida externa líquida/exportações; dívida externa total/ reservas internacionais; dívida externa total/PIB; e passivo externo líquido/exportações.

Tabela 3.1 – Indicadores de endividamento externo

Ano	Dívida externa total/ Exportações (%)	Dívida externa total/ PIB (%)	Dívida externa total/ Reservas internacionais (%)	Dívida externa líquida/ Exportações (%)	Passivo externo líquido/ Exportações
1994	340,6	27,30	382,1	216,8	n/d
1995	342,4	22,58	307,2	198,6	n/d
1996	376,9	23,20	299,3	210,6	n/d
1997	377,4	24,92	383,3	246,9	n/d
1998	472,5	31,16	542,3	356,5	n/d
1999	469,9	42,05	620,8	363,4	n/d
2000	393,8	36,02	657,1	310,6	n/d
2001	360,5	41,14	585,4	279,4	4,5
2002	349,1	41,78	557,1	273,4	3,8
2003	294,1	38,82	436,0	206,6	3,7
2004	208,7	30,34	380,4	140,7	3,1
2005	143,2	19,20	315,0	85,4	2,6
2006	125,5	16,16	200,9	54,3	2,6
2007	120,3	14,14	107,1	-7,4	3,3
2008	100,2	12,01	95,9	-14,0	1,4
2009	129,5	12,19	82,9	-40,4	3,9
2010	127,2	11,98	89,0	-25,1	4,4
2011	116,5	12,01	84,7	-28,5	2,9
2012	130,4	12,63	83,5	-33,5	3,0

Fonte: BCB. Elaboração própria.

O primeiro indicador desta análise mede a relação entre a dívida externa e as exportações, fonte de geração autônoma de divisas. Segundo Bresser Pereira (2003), um país pode apresentar déficits na balança comercial por um determinado tempo que será coberto por novas dívidas. No entanto, o excesso de débitos em certo ponto gera efeitos negativos sobre a estabilidade macroeconômica e o crescimento da economia. Neste nível, os investimentos internos podem ser reduzidos com o aumento da incerteza relacionada à solvência financeira do país. Os investidores estrangeiros podem estar dispostos a assumir riscos, mas precisam ser compensados com rendimentos altos como taxa de juros elevada. No entanto, há um limite de endividamento que os fazem interromper a rolagem de uma dívida se a consideram elevada demais, não aceitando nem taxas de juros altas para compensar o aumento dos riscos²⁷.

Analisando a tabela 3.1, o indicador dívida externa total/exportações decresce progressivamente no horizonte do tempo, passando de 340,6% no início do período analisado, 1994, para uma situação confortável em 2012 alcançando uma razão de 130%, ou seja, houve uma redução significativa na vulnerabilidade externa do país.

O indicador dívida externa líquida total/exportações é conhecido como coeficiente de vulnerabilidade externa (BARROS, 2008). Ele fornece o número de anos necessários para um país aumentar a produção interna com intuito de gerar divisas e amortizar a dívida externa líquida²⁸. Ao analisar o índice, percebe-se uma tendência de queda como o indicador dívida externa total/exportação a partir de 1999, com valores negativos a partir de 2007. A relação dívida externa total/reservas internacionais também mostra a redução na vulnerabilidade externa do país. A razão cai de 382% em 1994 para 83,5% em 2012. Isto ocorreu pelo aumento das reservas internacionais (passou US\$ 38 bilhões para US\$ 378 bilhões) em detrimento da dívida externa que evoluiu de US\$ 148 bilhões para US\$ 316 bilhões no período.

A relação da dívida externa total/PIB apresentou cinco fases. Após uma redução da dívida externa total/PIB entre de 1994 e 1995, na qual apresentou decréscimo de quase 5 pontos percentuais, esta relação apresenta uma tendência ascendente até 1999. Em 2000, o índice volta a cair, mas a nos anos de 2001 e 2002, a relação apresentou novamente um crescimento. A partir do governo Lula houve a reversão da tendência ascendente do indicador, devido ao

²⁷Sob outra abordagem teórica, Simonsen e Cysne (1995) estabeleceram um limite para o crescimento de um país. Para eles, se uma relação dívida/exportações for inferior a 200% o país está em situação confortável; entre 200 e 400%, está em situação duvidosa e se a relação estiver acima destes valores a economia está em situação crítica.

²⁸A dívida externa líquida é composta da dívida externa bruta total subtraída do saldo de reservas internacionais, de créditos brasileiros no exterior e haveres de bancos comerciais.

crescimento real do PIB e pela diminuição da dívida externa total, de US\$ 227,69 bilhões (2002) para US\$ 192 bilhões (2006).

Por fim, o indicador passivo externo bruto/exportações, que constitui o principal indicador de solvência externa de uma economia (PRATES, CUNHA E LÉLIS, 2011).²⁹ A interpretação do índice consiste na mesma lógica da razão dívida externa/exportação e seu aumento indica uma maior vulnerabilidade externa de médio e longo prazo. Entre 2001 a 2006, o dinamismo das exportações foi fundamental para compensar a elevação do passivo externo líquido, o que reduziu o índice de 4,5 para 2,6. Em 2007 a tendência de queda do indicador é rompida e o índice obtém o valor de 3,3. Em 2008, o valor do indicador volta a cair. O baixo valor do índice (1,4) reflete a forte saída de fluxos de capitais ocorrida no ano, com redução no passivo externo líquido e desvalorização do real. Esta situação se reverteu em 2009 e 2010, no qual houve uma ampliação do passivo e retração das exportações. Em 2011 o índice volta a cair devido à forte saída de capital estrangeiro.

É importante lembrar que uma análise econômica requer uma avaliação da situação macroeconômica, comercial e financeira do país. Por isto, a próxima seção tem a finalidade de responder as seguintes perguntas: quais foram os fatores para a redução da fragilidade financeira externa no país? Quais foram os impactos das crises econômicas e financeiras que ocorreram no período para a vulnerabilidade externa do país?

²⁹Araujo (2008) diferencia dívida externa líquida (DEL) de passivo externo líquido (PEL). Enquanto que DEL se restringe à dívida externa do país, o PEL apresenta o saldo líquido de toda posição financeira do país e incorpora os dados de investimento estrangeiro direto; investimento em ações; investimentos de renda fixa denominados em reais; derivativos; e “moedas e depósitos”. Os valores do PEL podem ser contabilmente expressos pela estatística da Posição Internacional de Investimento (PII), porém esta estatística apresenta uma série história recente, a partir de dezembro de 2001. Cysne (2008) observa que o conceito de DEL é menos preciso na análise econômica de endividamento externo que a definição de PEL. A justificativa é que os valores de DEL podem instantaneamente serem reduzidos ou elevados, mas seu PEL se mantém inalterado porque leva em consideração do total de remuneração ao capital de empréstimos (o conceito de dívida) e capital de risco em datas futuras.

3.3 POLÍTICA ECONÔMICA E DETERMINANTES PARA A EVOLUÇÃO DAS CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS DE 1994 A 2012

3.3.1 Primeira fase - 1994/98: implantação e impactos do Plano Real

Conforme visualizado na figura 3.2, o período compreendido entre 1994 a 1998 apresentou alta vulnerabilidade externa, com os maiores valores do IFE em todo período da análise, atingindo uma média de 0,77. Em um contexto marcado pelo aumento significativo da liberalização das contas comerciais e financeiras nos países em desenvolvimento e excesso de liquidez internacional, esta fase é caracterizada pela estabilidade de preços, com implantação do Plano Real, em julho de 1994. No trimestre anterior à adoção da nova moeda vigente, o Real, a situação financeira externa brasileira foi classificada como *Ponzi*. Apesar do valor do índice ser considerado baixo, de 0,64, este resultado está em concordância com a situação evidenciada na época. Para o processo de estabilização de preços, houve a necessidade de busca de recursos externos para ampliar as reservas nacionais, com intuito de facilitar a troca de moeda nos períodos seguintes. Além disto, o período foi marcado pelo pagamento elevado de amortização, que levou à um aumento do numerador do índice no período, porém foi contraposto com o aumento do endividamento externo em longo prazo³⁰.

³⁰Nos períodos posteriores ao segundo trimestre de 1994 houve diminuição da parcela da amortização paga por empréstimos contraídos anteriormente. O alto valor da amortização no período (cerca de 38 milhões refere-se ao processo de ao processo de renegociação da dívida que ocorreu em abril de 1994, no qual o governo brasileiro assinou o acordo estabelecido no Plano Brady. Este plano foi apresentado em 1989 pelo Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Nicholas Brady, com a finalidade de resolver o problema da dívida externa dos países em desenvolvimento (BRESSER, 1989). No caso brasileiro, as dívidas do setor público com bancos comerciais estrangeiros tiveram um desconto efetivo de 7,6% do valor da dívida afetada pelo acordo.

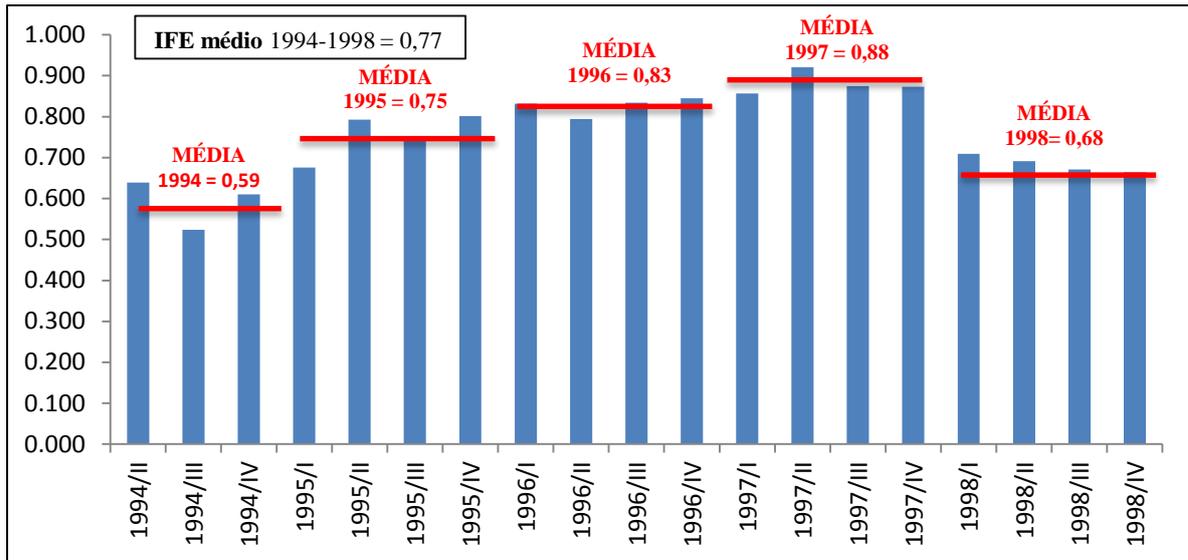


Figura 3.2 – Evolução do IFE, de 1994 a 1998

Fonte: BCB.

Nota: Elaboração própria.

O programa de estabilização de preços foi sustentado pelo controle da taxa nominal de câmbio pelo Banco Central. Em um contexto de grande mobilidade de capitais, as autoridades do governo definiam os patamares cambiais que inibissem a possibilidade de propagação de possíveis desvalorizações cambiais aos preços internos, de modo que qualquer variação cambial não estivesse vinculada à inflação passada. A âncora cambial era sustentada pela manutenção de taxas de juros elevadas para: (i) atrair um volume significativo de capital estrangeiro que pudesse cobrir os eventuais déficits na conta de transações correntes; (ii) promover o equilíbrio do balanço de pagamentos; (iii) sustentar a determinação da taxa de câmbio; (iv) acumular reservas cambiais. Portanto, a taxa de câmbio era o principal instrumento de ajuste de preços, assegurada por taxa de juros elevadas para coibir ataques especulativos (PUDWELL, 2001; TERRA e FERRARI FILHO, 2012).

Esta primeira fase (1994-1998) teve dois momentos da política cambial. Inicialmente, de julho de 1994 a março de 1995 as autoridades do governo adotaram bandas cambiais assimétricas, com fixação de um teto unitário ($R\$1,00 = US\$1,00$), mas deixavam o mercado livre quando havia tendências de apreciação cambial do real em relação ao dólar. No restante de 1995 até janeiro de 1999, a opção do governo foi promover uma mudança na política cambial com adoção do sistema de minidesvalorizações cambiais constantes e pré-anunciadas pelo BCB, na qual a taxa de câmbio nominal desvalorizava 0,6% ao mês ou 7% ao ano (PUDWELL, 2001). Em termos nominais, a taxa de câmbio depreciou-se do início do plano até o final de 1998 (a

média das cotações anuais passou de R\$0,82/US\$ para R\$ 1,18/US\$). No entanto, em termos reais manteve-se sobrevalorizado em todo o período analisado (tabela 3.2 e figura 3.3)

O resultado do câmbio valorizado e juros elevados, associado à situação de demanda agregada interna aquecida, foi um profundo desequilíbrio externo e uma deterioração da conta corrente do balanço de pagamentos, na qual o déficit passou de US\$ 1,8 bilhão em 1994 para US\$ 33 bilhões em 1998³¹. O déficit das transações correntes foi financiado pela entrada de capital estrangeiro, em especial recursos especulativos e investimento direto estrangeiro, atraídos pela notável diferença entre a taxa de juro doméstica e externa e pelo processo de privatização. Conforme Bresser-Pereira (2003), a prioridade de política econômica desta fase era a estabilização dos preços. Por isto outra medida adotada pelo governo no combate à inflação foi a redução unilateral de tarifas de importação. Pela tabela 3.2, percebe-se a elevação das importações em uma proporção maior que o crescimento das exportações no período de 1994 a 1998, na qual o aumento foi de 56% e 18%, respectivamente. Isto foi um dos motivos para o elevado IFE médio no período.

Com a política de bandas cambiais assimétrica, o IFE apresentou uma tendência ascendente, justificada pela deterioração da balança comercial do início do Plano Real (terceiro trimestre de 1994) até o primeiro trimestre de 1995 (figura 3.2). No primeiro trimestre após a adoção do Plano, o país apresentou superávit da conta de capitais, embora, nos outros dois períodos a balança comercial teve recorrentes saldos negativos que foram financiados por superávits da conta de capital e financeira devido à abundância da liquidez internacional. No entanto, a entrada de capitais de curto prazo teve comportamento oscilatório, caindo fortemente no final de 1994, diante do efeito Tequila provocado pela crise econômica no México, elevando-se no início do ano seguinte. Isto mostra a sensibilidade deste tipo de capital, que diante de crises retorna para as economias desenvolvidas. A redução substancial do volume das reservas internacionais foi outro determinante que elevou o IFE nestes três semestres. O nível de reservas passou de US\$ 43 bilhões no terceiro para US\$ 38 bilhões no primeiro trimestre de 1995 no período analisado.

³¹Gremaud, Vasconcelos e Toneto Jr. (2009) explicam que os países que utilizam a taxa de câmbio para a estabilização sofrem a valorização cambial para aprofundar a ancoragem dos preços, no sentido da inflação residual não repassar ao câmbio no momento posterior. A possibilidade de importação com folga cambial e manutenção da taxa de câmbio, força os preços internos a acomodarem-se aos internacionais.

Tabela 3.2 – Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 1994 a 1998

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998
Balança Comercial (FOB)	10.466,47	-3.465,62	-5.599,04	-6.752,89	-6.574,50
Exportações	43.545,16	46.506,28	47.746,73	52.994,34	51.139,86
Importações	33.078,69	49.971,90	53.345,77	59.747,23	57.714,36
Balança de Serviços e Rendas	-14.691,77	-18.540,51	-20.349,52	-25.522,28	-28.299,39
Serviços	-5.657,27	-7.482,95	-8.681,12	-10.646,03	-10.110,52
Rendas	-9.034,50	-11.057,56	-11.668,40	-14.876,25	-18.188,87
Saldo em Transações Correntes	-1.811,23	-18.383,71	-23.502,08	-30.452,26	-33.415,90
Conta Capital e Financeira	8.692,21	29.095,45	33.968,07	25.800,34	29.701,65
Conta Financeira	8.518,28	28.743,77	33.514,24	25.407,74	29.381,23
Investimentos Diretos	1.460,00	3.309,48	11.260,75	17.877,37	26.001,60
Investimento Direto Brasileiro	-689,90	-1.095,64	469,06	-1.115,56	-2.854,01
Investimento Direto Estrangeiro	2.149,90	4.405,12	10.791,69	18.992,93	28.855,61
Investimentos em Carteira	50.642,20	9.216,79	21.618,87	12.615,57	18.124,97
Investimento Brasileiro em Carteira	-3.404,60	-1.155,38	-402,80	1.707,64	-457,23
Investimento Estrangeiro em Carteira	54.046,80	10.372,17	22.021,67	10.907,94	18.582,21
Derivativos	-27,42	17,46	-38,34	-252,62	-459,85
Outros Investimentos	-43.556,50	16.200,03	672,96	-4.832,58	-14.285,50
Outros Investimentos Brasileiros	-13.009,50	-1.819,25	-10.316,16	-1.986,77	-11.392,40
Outros Investimentos Estrangeiros	-30.547,00	18.019,28	10.989,12	-2.845,81	-2.893,10
Resultado BP	7.215,20	12.918,90	8.666,10	-7.907,16	-7.970,21
Reservas internacionais	38.806,00	51.840,00	60.110,00	52.173,00	44.556,44
Taxa de câmbio nominal ^a	0,88	0,92	1,02	1,09	1,18
Taxa de juros nominal (% anual) ^b	70,78%*	53,3%	26,56%	28,75%	37,06%
Taxa de inflação ^c	916,43%	22,41%	9,56%	5,22%	1,66%
Crescimento do PIB doméstico ^d	5,85%	4,22%	2,2%	3,37%	3%

a: Média das cotações mensais da taxa nominal de câmbio(R\$/US\$) para o ano relevante

b: Média de juros básica nominal da economia brasileira para o período relevante. Entre dezembro de 1996 e março de 1999, calculou-se os juros médios anuais baseados na Tban. Para todos os outros momentos usou-se a Over-Selic. * Em 1994, a média foi calculada a partir de 04 de julho.

c: Valor do IPCA acumulado no ano (%)

d: Variação percentual real, calculado pelo BCB.

Fonte: BCB e Ipeadata. Elaboração própria.

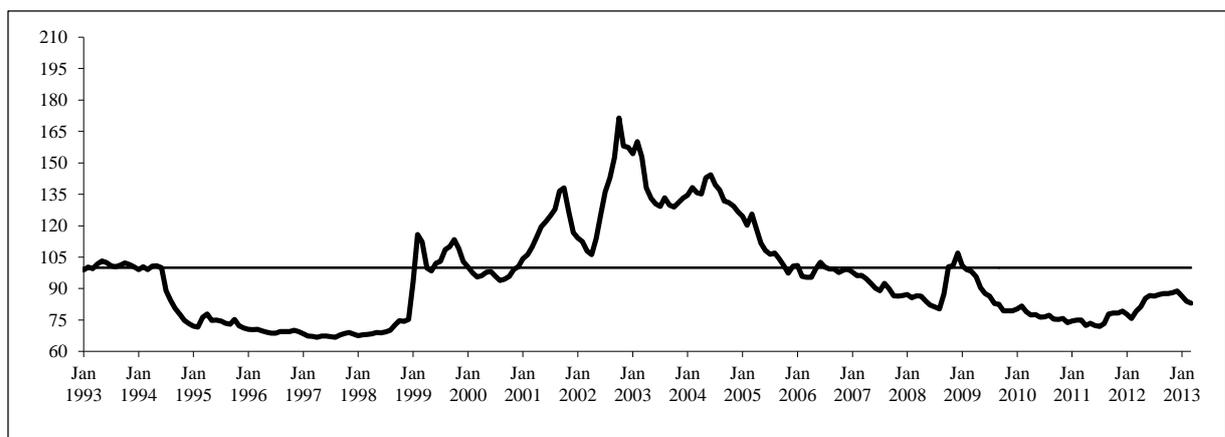


Figura 3.3 – Taxa de câmbio real, deflacionada pelo IPCA (junho/1994 = 100), de 1993 a 2013.

Fonte: Elaborado pelo BCB.

A partir da crise econômica mexicana, surgiu a preocupação com as contas externas do país. Como foi exposto, a opção do governo foi promover uma mudança na política cambial com adoção do sistema de minibandas e desvalorizações mensais para evitar maiores desequilíbrios no balanço de pagamento. No entanto, do segundo trimestre de 1995 ao final de 1998 a economia apresentou alta fragilidade externa. Além da alteração cambial, o governo brasileiro adotou uma política monetária contencionista (taxas de juros elevadas e limitação de crédito) e elevação de impostos para importação (PAULA e ALVES, 1999). O resultado foi pequenos saldos positivos da balança comercial nos dois últimos trimestres do ano (US\$ 577 milhões e US\$ 183 milhões, respectivamente). Além disto, este cenário foi favorável ao influxo de capital de curto prazo. Desta forma, houve crescente entrada de capitais especulativos, com consequente aumento da dívida de curto prazo, que não foram compensados pela elevação do IDE. Assim, em 1995 o IFE apresentou uma média de 0,75 ante 0,59 no ano anterior. Este valor poderia ter sido maior se não fosse a rápida recomposição das reservas internacionais, que chegou a US\$ 51 bilhões no final do ano.

Em 1996, o IFE médio se eleva para 0,83. Este resultado é decorrente da recuperação das importações que totalizaram US\$ 53,3 bilhões, um crescimento de 61% em relação a 1994, enquanto as exportações aumentaram apenas 10,6%. Ao mesmo tempo, o saldo de serviços e rendas no triênio apresentou déficits ainda maiores. Com o aumento da renda, decorrente da redução do imposto inflacionário e os ganhos reais no salário, elevaram-se as despesas não financeiras dos residentes, principalmente com transporte, seguro e viagens internacionais. Isto elevou o déficit na conta de serviços e rendas de US\$14,7 bilhões, em 1994, para US\$ 20,4 bilhões, em 1996, um acréscimo de 38%. A redução da taxa de juros no período (média de 26,56% ante 53%, tabela 3.2) não reduziu a entrada de capitais de curto prazo, aliás, aumentou. O investimento estrangeiro em portfólio cresceu 120% em relação a 1995.

A necessidade de financiamento externo para cumprir as obrigações correntes, combinada a um alto diferencial entre as taxas de juros internas e externas e o câmbio sobrevalorizado elevaram a fragilidade externa do país. Diante desta conjuntura e pela forte dependência brasileira do mercado financeiro internacional, o patamar do IFE se manteve elevado em 1997 e 1998, com o pico no terceiro trimestre de 1997.

O biênio de 1997 e 1998 foi caracterizado por forte turbulência internacional provocada principalmente pelas crises financeiras asiática e russa. Neste período, o saldo positivo da conta de capital e financeira não foi suficiente para compensar o elevado déficit na conta de transações

correntes. O saldo da balança comercial apresentou déficits em torno de US\$ 6,5 bi nos dois anos (tabela 3.2)³². O saldo negativo das transações correntes na ordem de US\$ 30 bi e US\$ 33,3 bi em 1997 e 1998, respectivamente, foi ocasionado principalmente pela remessa de lucros e dividendos ao exterior e elevados gastos com juros. Isto está diretamente relacionada à crescente presença do investidor externo no país, especialmente com a maior lucratividade dos empreendimentos.

Neste momento de grandes perturbações internacionais marcadas pelas expectativas pessimistas dos agentes, uma das políticas do governo brasileiro foi tentar manter a entrada de divisas estrangeiras para não comprometer a solvência do país. Para conter o ataque especulativo da época, as autoridades monetárias mais que dobraram a taxa de juros em dois momentos. Primeiramente, na crise asiática final de 1997, na qual a taxa básica de juros foi elevada de 21% a.a para 45%. Em seguida, na crise russa em meados de 1998, a taxa de juros voltou a um patamar de 42%, após ter alcançado o patamar de 19% a.a. no ano anterior. A perda de reservas internacionais corrobora com a fragilidade no período. No momento das duas crises, houve perdas de reservas internacionais de US\$ 11 bilhões entre o terceiro e quarto trimestre de 1997, e depois de uma recuperação do nível de reservas, entre agosto e setembro de 1998 houve uma queda no nível das reservas de US\$ 30 bilhões.

A partir disto, o ano de 1997 apresentou a maior média da fase total, 0,88, com o pico de 0,92 no segundo trimestre do ano. Neste ponto, o país foi classificado como a situação financeira *Ponzi* novamente. Este resultado é justificado pela dificuldade de financiamento externo na economia brasileira combinado com o peso dos capitais especulativos na composição do passivo externo e aumento das despesas não financeiras fortemente estimuladas pelo câmbio apreciado. O expressivo aumento do volume de amortizações e juros pagos pelo país também pressionou a elevação do índice, reflexo do aumento do estoque acumulado de empréstimos de médio e longo prazo crescente desde o início de 1996, além da diminuição das reservas internacionais próxima a US\$ 1,1 bilhão no segundo trimestre em comparação ao anterior.

Nos dois últimos trimestres do ano, o IFE também apresentou valores elevados. Apesar de a situação financeira externa brasileira ser agravante, o país passou da postura *Ponzi* para especulativo. O cenário externo neste período era de fortes turbulências com a crise financeira

³² Segundo o relatório anual divulgado pelo Banco Central, o aumento das exportações em 97 esteve associado ao aumento da quantidade exportada, em cenário de preços internacionais mais elevados, refletindo a expansão das vendas agrícolas e o dinamismo dos bens manufaturados de alto valor agregado.

no leste Asiático. Isto provocou a redução expressiva no estoque de curto prazo no final do ano e redução do volume de reservas internacionais (15% em comparação ao ano anterior). Parte desta perda de reservas pode ser justificada pela redução dos superávits em conta financeira e capital. Além disso, o índice apresentou valores altos pelos crescentes déficits em conta corrente.

Por último, em 1998, o indicador apresentou valores médios de 0,68. Contudo, não se pode dizer que houve uma redução da fragilidade financeira externa porque neste ano o cenário internacional também passava por um momento de aumento da incerteza e expectativas pessimistas em relação ao futuro. Paula e Alves (1999) notaram que o indicador pode sinalizar uma falsa tendência de queda quando há uma redução no estoque de portfólio e capitais de curto prazo nos momentos de crise. Desta forma, analisando os indicadores de endividamento externo, estes indicam o aumento da vulnerabilidade externa. A razão entre dívida de externa total e exportações elevou-se de 25% em 1998, em relação ao ano anterior. No mesmo período, a relação dívida externa total/PIB e dívida externas total/reservas internacionais cresceram 25% e 41%, respectivamente

No entanto, conforme Averbug e Giambiagi (2000), o ambiente internacional estava passando por maiores turbulências que o cenário nacional. Apesar das quedas do nível de reservas no final de 1997 e início de 1998, o país contava no final do período com US\$ 45 bilhões de disponibilidades líquidas. Além disto, mesmo com a expectativa de desvalorização cambial, aumentou progressivamente a entrada de investimento direto estrangeiro (IDE) no período desde a implantação do Real. O saldo líquido do IDE em 1995 foi de US\$ 4,5 bilhões. Em 1996, saltou para US\$ 10 bilhões, e, no ano de 1997, o saldo foi para US\$ 18 bilhões. Finalmente, em 1998 chegou a US\$ 28 bilhões. Portanto, em concordância com a classificação para as posturas financeiras desenvolvida na seção anterior, o Brasil se manteve em uma situação especulativa, justificada pela combinação dos saldos positivos do investimento direto estrangeiro com os volumes significativos de reservas internacionais.

Desta forma, o primeiro mandato de FHC terminou no meio de uma profunda deterioração nas contas externas e da situação fiscal, além de baixo crescimento, mantendo-se na faixa dos 2,5% a.a. em média. Entretanto, a inflação acumulada no final de 1998 alcançou o patamar de 1,6% ao ano. Havia fortes expectativas de melhora da situação econômica brasileira nos próximos anos e o governo com a gradual desvalorização do Real iria reverter a situação de desequilíbrio das contas externas.

3.3.2 Segunda fase - 1999/2002: reformas estruturais e reversão dos déficits nas contas externas

Um dos desafios do segundo mandato de FHC era resolver os desequilíbrios na conta externa brasileira, contudo, o país enfrentava uma crise cambial iniciada em 1998.³³ Nos momentos de crise, os investidores internacionais passaram a questionar a capacidade de pagamento dos países em desenvolvimento e a necessidade de financiamento deles para cobrir o balanço de pagamentos. A partir disto, começou uma intensa fuga de capitais, na qual a política orientada para desvalorizações gradualistas da moeda nacional por meio do sistema de bandas cambiais não se mostrava eficiente na reversão dos fluxos negativos de capitais. No início do governo, as perdas de reservas internacionais estavam aceleradas e superavam US\$ 1 bilhão/dia. No contexto de incertezas políticas e econômicas, Armínio Fraga, presidente do Banco Central comunicou o abandono o sistema de bandas e adotou o sistema de câmbio flutuante no dia 18 de janeiro de 1999. A reação foi uma desvalorização imediata do câmbio nominal da ordem de 70% nos primeiros meses, chegando a superar os R\$ 2,00 em fevereiro do mesmo ano.

Além da mudança do regime cambial, no primeiro ano do governo houve adoção do sistema de Metas de Inflação como regra para a política monetária e a introdução o regime de metas de superávit primário. Desta forma, a política econômica estava fundamentada no tripé de consistência macroeconômica que acompanhada de um forte crescimento mundial e preços de commodities elevados. Isto provocou ao longo do quadriênio (1999-2002) a redução substancial na fragilidade financeira externa.

³³ Conforme visto no capítulo anterior, Minsky (1986) nota a importância de sistema financeiro robusto para enfrentar reversão de expectativas dos agentes econômicos e evitar a ocorrência de crises financeiras. Neste sentido, Averbug e Giambiagi (2000) afirmam que o sistema financeiro brasileiro era o mais eficiente da América Latina e isto foi um dos fatores que impediu o país de entrar em um processo de crise financeira após desvalorizações cambiais contínuas. Para os autores, o sistema financeiro nacional se destacava na época pelas seguintes razões: (i) as medidas corretivas realizadas após a crise de 1995, que incluiu os programas de reestruturação financeira, Proer (Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional) e Proes (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária); (ii) o aumento da participação estrangeira; (iii) os baixos níveis de diversificação financeira e empréstimos vencidos; e (iv) o aumento da eficiência resultante, entre outros, da melhora da tecnologia e da competição.

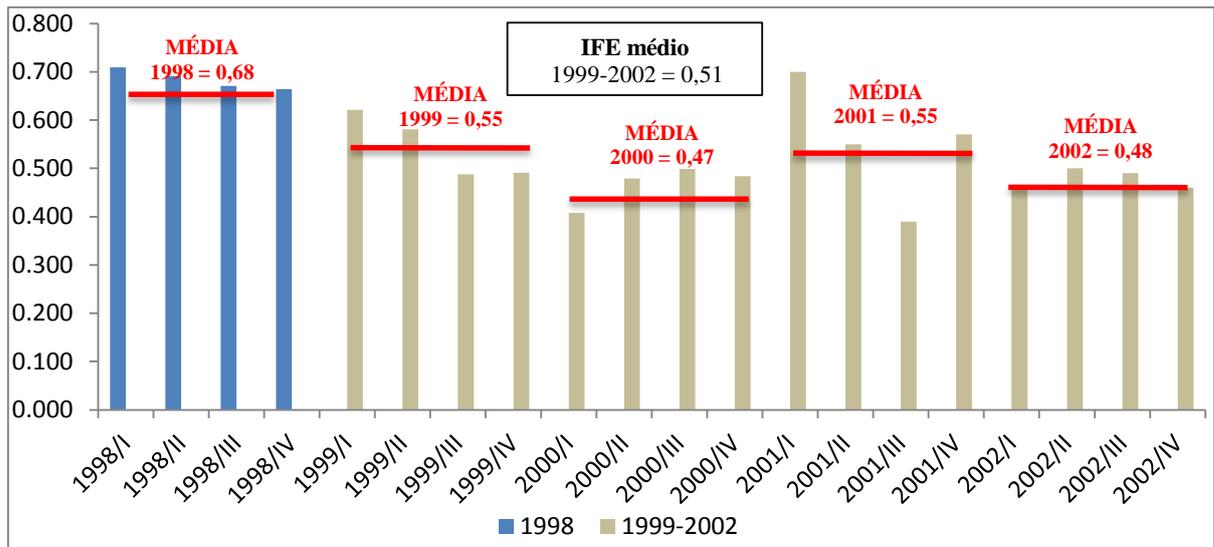


Figura 3.4 – Evolução do IFE, de 1998 a 2002

Fonte: BCB.

Nota: Elaboração própria.

Conforme visualizado na figura 3.4, o IFE desta segunda fase foi decrescente em relação ao período anterior, apresentando uma média de 0,51. Verificou-se no período uma melhora das contas externas no final do governo FHC (2002) em comparação com seu primeiro ano do segundo mandato (1999). Isto pode ser verificado pelos seguintes fatores: (i) redução do déficit em transações correntes que teve uma queda de 69%, passando de US\$ 25 bilhões para US\$ 7,6 bilhões; (ii) a Balança Comercial apresentou saldo positivo a partir de 2001, chegando no final desta fase com um superávit de US\$ 13,2 bilhões, resultado da queda nas importações e um aumento substancial das exportações (acréscimo de 25% nos quatro anos); (iii) redução do saldo negativo do balanço de serviços e renda, com destaque para as elevadas remessas líquidas de lucros e dividendos ao exterior. Com isto, a balança comercial apresentou saldo positivo nos últimos dois anos do referido governo (tabela 3.3).

Outra característica do período em questão foi a mudança da composição dos fluxos de capitais na conta de capital e financeira (figura 3.5). Nesta fase, o país experimentou uma entrada expressiva de IDE, que em 2000 alcançou o montante líquido de US\$ 33 bilhões. O crescimento do IDE neste subperíodo está associado, principalmente, à etapa final do processo de privatização que ocorreu no primeiro governo do FHC. Somente no ano de 2001, a entrada de IDE não foi suficiente para o financiamento do déficit da conta corrente, situando-se apenas US\$ 581 milhões abaixo do montante necessário para a cobertura completa. A redução do IDE neste ano foi em decorrência do cenário instável mundial e brasileiro, com os reflexos da crise da Argentina, dos ataques terroristas nos EUA e a crise energética brasileira.

Tabela 3.3 – Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 1999 a 2002

Discriminação	1999	2000	2001	2002
Balança Comercial (FOB)	-1.198,87	-697,75	2.650,47	13.121,30
Exportações	48.011,45	55.085,59	58.222,64	60.361,79
Importações	-49.210,31	-55.783,34	-55.572,18	-47.240,49
Balança de Serviços e Rendas	-25.825,31	-25.047,85	-27.502,52	-23.147,74
Serviços	-6.976,91	-7.162,03	-7.759,31	-4.957,19
Rendas	-18.848,40	-17.885,82	-19.743,21	-18.190,55
Saldo em Transações Correntes	-25.334,78	-24.224,53	-23.214,53	-7.636,63
Conta Capital e Financeira	17.319,14	19.325,80	27.052,26	8.004,43
Conta Financeira	16.981,41	19.053,30	27.088,23	7.571,47
Investimentos Diretos	26.888,02	30.497,65	24.714,94	14.108,10
Investimento Direto Brasileiro	-1.690,41	-2.281,59	2.257,59	-2.482,11
Investimento Direto Estrangeiro	28.578,43	32.779,24	22.457,35	16.590,20
Investimentos em Carteira	3.801,56	6.955,06	76,99	-5.118,57
Investimento Brasileiro em Carteira	259,19	-1.695,72	-795,13	-321,14
Investimento Estrangeiro em Carteira	3.542,37	8.650,78	872,12	-4.797,43
Derivativos	-88,13	-197,39	-471,02	-356,20
Outros Investimentos	-13.620,03	-18.202,02	2.767,32	-1.061,87
Outros Investimentos Brasileiros	-4.396,65	-2.989,49	-6.585,41	-3.211,48
Outros Investimentos Estrangeiros	-9.223,38	-15.212,54	9.352,73	2.149,62
Resultado BP	-7.822,04	-2.261,65	3.306,60	302,09
Reservas internacionais	36.342,00	33.011,00	35.866,00	37.823,00
Taxa de câmbio nominal ^a	1,80	1,84	2,36	3,15
Taxa de juros nominal ^b	31,40%	17,40%	17,30%	19,20%
Taxa de inflação ^c	8,94%	5,97%	7,67%	12,53%
Crescimento do PIB doméstico ^d	25%	430%	131%	265%

a: Média das cotações mensais da taxa nominal de câmbio(R\$/US\$) para o ano relevante.

b: Média diária da taxa de juro Over/Selic da economia brasileira para o período relevante.

c: Valor do IPCA acumulado no ano (%)

d: Variação percentual real, calculado pelo BCB.

Fonte: BCB e Ipeadata.

Nota:Elaboração própria.

Em 2002, houve forte retração na captação de recursos externos de longo prazo. Desta forma, o ingresso do IDE continuou decaindo e chegou ao montante de US\$ 16,5 bilhões. Este saldo do IDE, de US\$ 14,1 bilhões, foi suficiente para cobrir os déficits na conta corrente (US\$ 7, 6 bilhões), mas não cobriu com totalidade o saldo negativo nas outras contas financeiras, os investimentos em carteira e outros investimentos, que totalizaram um débito de US\$ 6,17 bilhões. Para fechar suas contas externas, o país recorreu aos empréstimos do Fundo Monetário Internacional (FMI) e, marginalmente, às reservas (pois, além do estoque reduzido, o acordo do FMI impunha um limite ao seu uso).

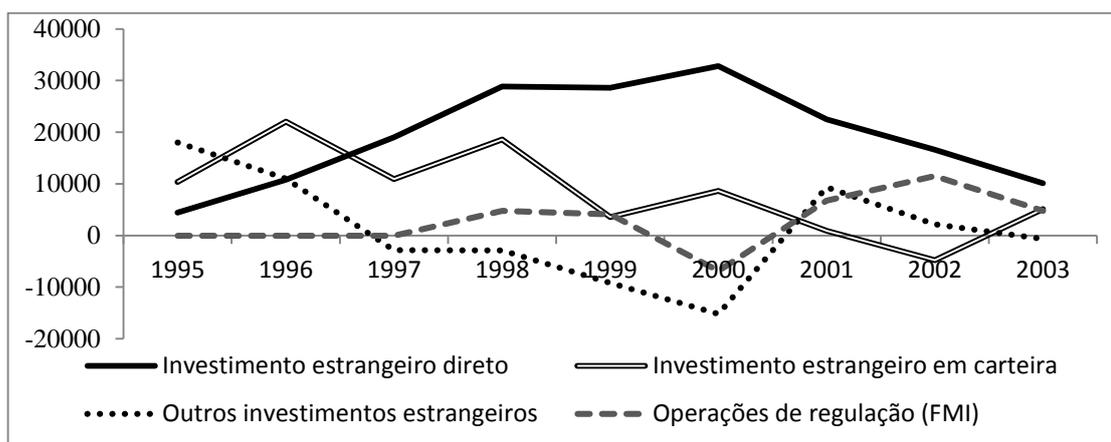


Figura 3.5 – Composição do investimento acumulado nos 12 meses, em US\$ milhões, de 1995 a 2003

Fonte: BCB.

Nota: Elaboração própria.

Em suma, a queda da fragilidade externa brasileira medida pelo IFE no período de 1999 a 2002 é decorrente de inúmeros fatores. Primeiramente, a persistente evasão de fluxos de capitais de natureza financeira (investimentos de portfólio e empréstimos bancários) do Brasil reduziu o estoque de curto prazo e de investimento líquido em portfólio. Outro ponto a se considerar foi a melhora no saldo da balança comercial, com aumento das exportações numa magnitude maior do que as importações em função da forte desvalorização do câmbio nominal. E terceiro foi o aumento do IDE no período juntamente com pequena recuperação das reservas internacionais. Todos os indicadores de solvência econômica também apresentaram queda de um ano para o outro, apesar de ainda permanecerem altos. A dívida externa total superava as exportações por volta de 3,5 vezes, o que se pode classificar como situação de alerta.

Frischtak e Calvalcanti (2003) notam que o desempenho no último período foi excelente para as contas externas brasileiras, mas o ajuste externo até final de 2002 não tinha sido alcançado. Os autores observam que o passivo externo líquido permanecia elevado, da ordem de US\$ 350 bilhões no ano supracitado, com obrigações que deveriam ser honradas no futuro. As dívidas contraídas deveriam ser pagas em um cenário marcado pela redução dos fluxos de investimentos estrangeiros diretos no país, volatilidade dos investidores de portfólio e incerteza do governo brasileiro decretar a renegociação da dívida externa e quebrar os acordos firmados com FMI. Com a finalidade de fechar as contas externas e reduzir os riscos para os detentores de dívida no país, o Brasil necessitava de recursos externos. Os déficits nas transações correntes eram financiados com acordo com FMI ou queima de reservas internacionais. Outro ponto

destacado pelos autores é que o superávit da balança comercial decorre do aumento das exportações, mas também é resultado de um crescimento lento das importações.

Com a abertura financeira e o elevado endividamento externo brasileiro, a política econômica brasileira foi determinada conforme o ciclo de liquidez internacional nos últimos anos³⁴. No início do Plano Real, a taxa de juros alcançou o patamar de 60% ao ano. Dada a estabilização nos preços, houve uma pequena redução da mesma. No entanto, para abortar o ataque especulativo após a crise mexicana a taxa de juros subiu novamente ao patamar do início do Plano. Após a recuperação no nível das reservas internacionais, a taxa de juros entrou em uma trajetória descendente, chegando ao nível em torno de 20% a.a. em termos nominais. Diante de perturbações internacionais em 1997 e 1998 ela sobe para 40% nestes dois anos. Com a adoção do câmbio flutuante, a taxa de juros tinha a função de equilibrar o balanço de pagamentos, sendo mantida em um patamar elevado para manter a taxa de câmbio sobrevalorizado. Diante da aversão dos investidores internacionais a riscos e pelas incertezas inerentes ao processo eleitoral, o Banco Central interrompeu a trajetória de queda de juros e elevou a taxa de juros Selic para de 25% ao ano em 2002.

Conforme Bresser Pereira e Nakano (2002), o patamar da taxa de juros brasileiro é alto porque é este o instrumento atribuído pelas autoridades monetárias, a partir da adoção do regime de metas de inflação, para: (i) controlar a aceleração da inflação quando a demanda agregada está aquecida no intuito de reduzir os investimentos; (ii) limitar a desvalorização da taxa de câmbio para evitar a inflação de custos; (iii) atrair capital externo para fechar o balanço de pagamentos; (iv) induzir os investidores internos a comprar títulos para financiar o déficit público; (v) controlar a demanda interna e reduzir o déficit comercial. Os autores afirmam que apenas um instrumento macroeconômico não pode alcançar todos os objetivos destacados. Por isto, o governo Lula teria a missão de diminuir a taxa de juros, acabar com a multiplicidade de funções atribuída a ela, aumentar as taxas de crescimento econômico, manter a estabilidade de preços e ter a contas externas ajustadas.

³⁴Prates, Cunha e Lélis (2011) afirmam que os países em desenvolvimento vivenciaram de 1990 a 2002 o primeiro ciclo de liquidez. A primeira fase (1990 a 1997) é caracterizada pela forte entrada de capital nestes países que é rompido pela forte incerteza internacional diante de crises financeiras em diversos países em desenvolvimento. O período de baixa (escassez de capital estrangeiro) é compreendido no período de 1998 a 2002.

3.3.3 Terceira fase - 2003/06: período de grande liquidez internacional

Esta fase é denominada na literatura internacional como o auge da “Grande Moderação”, ou seja, é um período marcado pelo novo ciclo de liquidez internacional associado com forte expansão do comércio mundial. O impacto das condições favoráveis do ingresso de capitais estrangeiros no Brasil sobre desempenho do setor externo foi notório para a redução do IFE médio no período de 2003 a 2006, cujo valor foi de 0,43 e melhora em todos os indicadores de vulnerabilidade externa (figura 3.6).

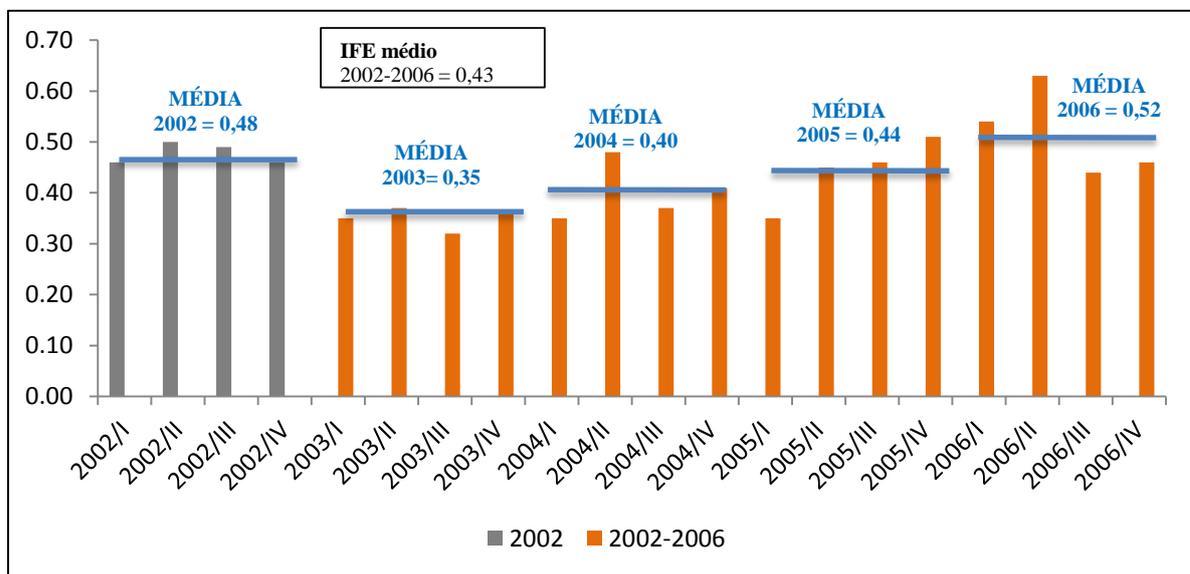


Figura 3.6 – Evolução do IFE, de 2002 a 2006

Fonte: BCB.

Nota: Elaboração própria.

Este resultado satisfatório está associado ao espetacular desempenho da balança comercial e corrente no governo Lula e do acúmulo de reservas internacionais ao longo do período destacado. O quadriênio 2003-2006 é marcado por uma trajetória de elevação do superávit comercial e crescentes superávits nas transações correntes. Este movimento decorre de um conjunto de fatores da fase precedente, como a adoção do regime de câmbio flutuante após a crise cambial de 1998/99, o acordo com o FMI, as depreciações cambiais subsequentes (em 2001 e 2002, tabela 3.3) e o aprofundamento da abertura financeira. Além disto, este desempenho está relacionado ao forte crescimento da economia mundial e seu impacto sobre o preço das *commodities* agropecuários e metálicos que ampliaram as vendas externas. Por sua vez, as importações não acompanharam a evolução das exportações devido ao fraco

desempenho da economia brasileira no período, apesar da valorização cambial a partir de 2003 (tabela 3.4).

Tabela 3.4 – Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 2003 a 2006

Discriminação	2003	2004	2005	2006
Balança Comercial (FOB)	24.793,92	33.640,54	44.702,88	46.456,63
Exportações	73.084,14	96.475,24	118.308,39	137.807,47
Importações	48.290,22	62.834,70	73.605,51	91.350,84
Balança de Serviços e Rendas	-23.483,23	-25.197,65	-34.275,99	-37.120,36
Serviços	-4.931,11	-4.677,52	-8.308,60	-9.640,37
Rendas	-18.552,12	-20.520,13	-25.967,39	-27.479,98
Saldo em Transações Correntes	4.177,29	11.679,24	13.984,66	13.642,60
Conta Capital e Financeira	5.110,94	-7.522,87	-9.464,05	16.298,82
Conta Financeira	4.612,75	-7.894,61	-10.126,81	15.429,85
Investimentos Diretos	9.894,22	8.338,90	12.549,59	-9.380,28
Investimento Direto Brasileiro	-249,30	-9.806,99	-2.516,70	-28.202,49
Investimento Direto Estrangeiro	10.143,52	18.145,88	15.066,29	18.822,21
Investimentos em Carteira	5.307,52	-4.750,13	4.884,54	9.081,24
Investimento Brasileiro em Carteira	178,77	-754,57	-1.770,79	5,63
Investimento Estrangeiro em Carteira	5.128,76	-3.995,57	6.655,33	9.075,61
Derivativos	-151,00	-677,42	-39,95	40,80
Outros Investimentos	-10.438,00	-10.805,95	-27.520,98	15.688,09
Outros Investimentos Brasileiros	-9.752,48	-2.085,08	-5.034,92	-8.415,53
Outros Investimentos Estrangeiros	-685,51	-8.720,87	-22.486,06	24.103,62
Resultado BP	8.495,65	2.244,03	4.319,46	30.569,12
Reservas internacionais	49.296,00	52.935,00	53.799,00	85.839,00
Taxa de câmbio nominal ^a	3,01	2,88	2,39	2,16
Taxa de juros nominal ^b	23,39%	16,25%	19,06%	15,09%
Taxa de inflação ^c	8,95%	7,60%	5,68%	3,14%
Crescimento do PIB doméstico ^d	1,14%	5,71%	3,15%	3,95%

a: Média das cotações mensais da taxa nominal de câmbio(R\$/US\$) para o ano relevante.

b: Média diária da taxa de juro Over/Selic da economia brasileira para o período relevante.

c: Valor do IPCA acumulado no ano (%)

d: Variação percentual real, calculado pelo BCB.

Fonte: BCB e Ipeadata.

Nota: Elaboração própria.

Com isto, as exportações apresentaram um crescimento ao longo do primeiro mandato do governo Lula, alcançando a importância recorde e superior a US\$ 100 bilhões em 2005, continuando a se elevar atingindo US\$ 137,4 bilhões em 2006. Um crescimento acumulado de quase 100% ao longo de 2003 a 2006. As importações tiveram um crescimento menos acelerado. A apreciação cambial ocorrida em 2003 não impactou no resultado das importações, que ficou estagnada em relação ao ano anterior. Os efeitos da política cambial de compras de reservas sobre as compras externas foram verificados a partir de 2004. Desta forma, as importações passaram de US\$ 48,3 bilhões em 2003 para US\$ 91,3 bilhões em 2006

(crescimento de 89%). O comportamento favorável das exportações resultou em superávits comerciais recordes e crescentes, atingindo o valor de US\$ 46 bilhões.

Nestes quatro anos, o Brasil apresentou déficits na balança de serviços e rendas. No biênio de 2003 e 2004, o saldo negativo destas transações foram da ordem de US\$ 23,48 bilhões e US\$ 25,2 bilhões, respectivamente. No biênio seguinte, o saldo negativo desta conta superaram as receitas o montante de US\$ 34,3 bilhões em 2005 e US\$ 37,1 bilhões em 2006. O grande crescimento do déficit é explicado pelo aumento das despesas com viagens internacionais e aluguéis de equipamentos, beneficiados pela apreciação cambial. Além disso, houve forte remessa de lucros e dividendos ao exterior nos dois anos, resultado da alta lucratividade das empresas, crescimento no estoque e investimentos externos e apreciação do real.

Por fim, a conta capital e financeira não sofreu um impacto imediato das condições de liquidez favorável para os países emergentes. Em 2003 e 2004, a entrada líquida de capitais foi pequena ou negativa. Em 2005, nem o ingresso de investimentos diretos nem a entrada de investimentos estrangeiros em carteira no país conseguiu manter a conta capital e financeira positiva. A conta capital e financeira foi negativa em mais de US\$ 9 bilhões. A quitação do empréstimo com o FMI (contraído entre 2001 a 2003), concretizada a partir da aquisição de divisas pela autoridade monetária no mercado de câmbio, foi responsável por parte expressiva do déficit. Em 2006, a conta financeira volta a apresentar superávit graças ao saldo positivo da rubrica de investimento em carteira e outros investimentos, decorrente do aumento dos empréstimos de longo prazo. A entrada de divisas das modalidades anteriores foi superior a saída líquida da conta de investimentos diretos (US\$ 9,4 bilhões), decorrente da compra de uma mineradora no exterior pela Companhia Vale do Rio Doce (CVRD).

O bom resultado no terceiro período analisado decorre do cenário internacional favorável, mas fatores internos ajudaram na redução da vulnerabilidade externa. Modenesi, Martins e Modenesi (2011) afirmam que o tripé macroeconômico (meta de inflação, superávit primário e câmbio flutuante) foi rigorosamente mantido no primeiro mandato de Lula. Segundo os autores, o desempenho do regime de metas de inflação conseguiu reverter as expectativas dos agentes e aumentar a credibilidade diante aos investidores residentes e não residentes. A queda do risco-país associado pela melhora dos indicadores externos combinado com a valorização cambial ao longo de todo mandato possibilitou uma política monetária de maior operacionalidade.

Conforme a figura 3.7, no terceiro subperíodo analisado o Banco Central adotou três medidas: (i) redução da taxa de juros a partir de meados de 2003 (do 3º trimestre de 2003 ao 3º trimestre

de 2004); (ii) reversão deste movimento de queda com aperto da política monetária em função de pressões inflacionárias (do 4º trimestre de 2004 ao 3º trimestre de 2005); (iii) a retomada do processo de expansão monetária (4º trimestre de 2005 até o 2º trimestre de 2008).

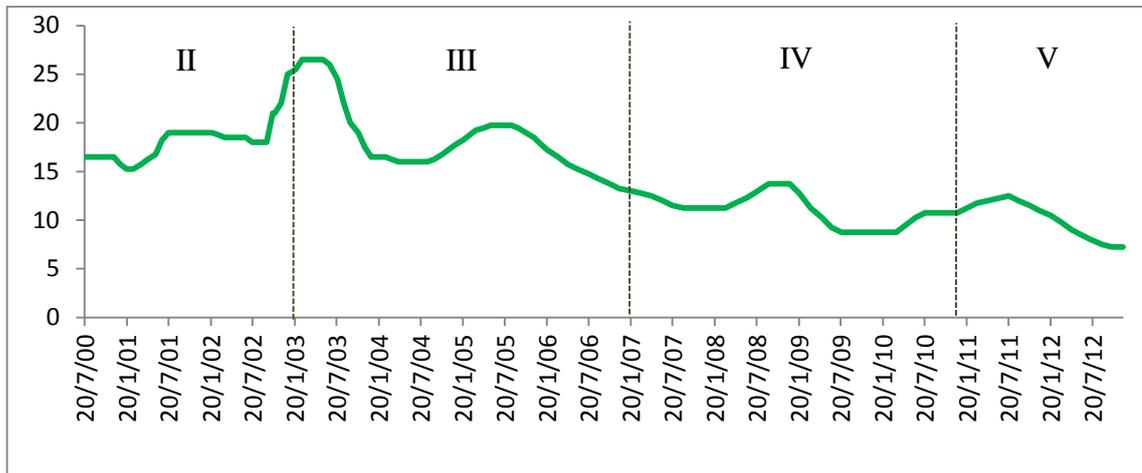


Figura 3.7– Evolução da Selic na data anunciada pelo Copom, de 2000 a 2012

Fonte: BCB, Copom.

Nota: Elaboração própria.

A redução da fragilidade externa brasileira no período favoreceu a redução significativa da taxa de juros, embora continuasse em um patamar elevado para os padrões internacionais. O diferencial de juros entre a taxa interna e externa combinado com a redução do risco-país contribuiu para a atração de investidores estrangeiros e maiores pressões para a valorização cambial. Para evitar movimentos bruscos na taxa de câmbio, o Banco Central realizou constantes intervenções, com a política de acumular reservas internacionais a partir de 2004. A aquisição de recursos no mercado de câmbio elevou as reservas internacionais para um nível recorde próximo de US\$ 90 bilhões em 2006. Isto combinado com a queda da dívida externa tornou o Brasil credor líquido em moeda estrangeira neste período e conseguiu reduzir a vulnerabilidade externa.

A partir da explicação acima e observando a evolução do IFE na figura 3.6, pode-se afirmar que a redução dos valores do índice em 2003 e 2004 é justificada pela redução da dívida externa de curto prazo e de maiores superávits na balança comercial. No biênio 2004-2005, os valores médios do índice sobem para 0,44 e 0,52, respectivamente. A elevação do índice decorre dos maiores déficits da balança de serviços e rendas somados a maiores despesas com amortizações, reflexo da maior captação de empréstimos de longo prazo. Além disso, o aumento do índice

está associado ao crescente ingresso de investimentos em ações de companhias brasileiras. Por fim, a terceira fase (2003-2006) foi marcada por expressivos superávits comerciais e acúmulo de reservas internacionais, que foram fundamentais para a redução da fragilidade externa em relação a fase anterior (1999-2002).

3.3.4 Quarta fase – 2007/10: a crise financeira internacional

Antes de iniciar a explicação da evolução da fragilidade financeira na quarta fase analisada (2007/10), realiza-se nesta seção um panorama geral do período em questão. O segundo mandato do presidente Lula foi caracterizado por três momentos distintos. O primeiro deles compreendeu de 2007 ao terceiro trimestre de 2008. Este período foi um momento de prosperidade do comércio mundial e auge da liquidez internacional. Estes fatores somados à prática brasileira de taxas real de juros elevadas (7,1% a.a e 6,2% a.a em 2007 e 2008, respectivamente) provocou o forte ingresso de capitais no Brasil, excessiva apreciação cambial e deterioração nas contas correntes. É neste contexto que está instalado a crise no sistema de financiamento imobiliário nos Estados Unidos no final de 2007. Nesta época, a crise financeira, que estava isolada em alguns países, tornou-se global e sistêmica partir da quebra do Banco Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008.

A segunda fase do governo Lula é caracterizada pelo agravamento da crise financeira, na qual a reversão da liquidez mundial intensificou o racionamento de crédito para a economia brasileira. A redução significativa de investimentos no Brasil provocou a interrupção do ciclo de expansão econômica brasileira, bem como a queda nas exportações de produtos industriais no país e o aumento das remessas de lucros para empresas e bancos. No entanto, a resistência da economia brasileira ao choque externo com adoção de políticas anticíclicas consolidou a confiança dos investidores internacionais e impactou na recuperação do país. Em meados de 2009, o país já apresentava crescimento, mesmo que lento. Isto foi importante para a recuperação econômica em 2010, na qual o PIB cresceu 5,91% em relação ao ano anterior (GIAMBIAGI e BARROS, 2009; BIANCARELI, 2011; CUNHA e FERRARI FILHO, 2012; PRATES, CUNHA E LÉLIS, 2011).

Do ponto de vista da fragilidade externa, o índice médio no período foi de 0,49 ante o valor de 0,43 na fase anterior. De acordo com Paula e Pires (2012), o país conseguiu enfrentar uma crise financeira sistêmica e ainda melhorar os indicadores de vulnerabilidade externa do país com os

argumentos de redução da dívida externa e elevação brutal no estoque de reservas internacionais. A evolução destes indicadores no segundo mandato do governo Lula será explicada a seguir.

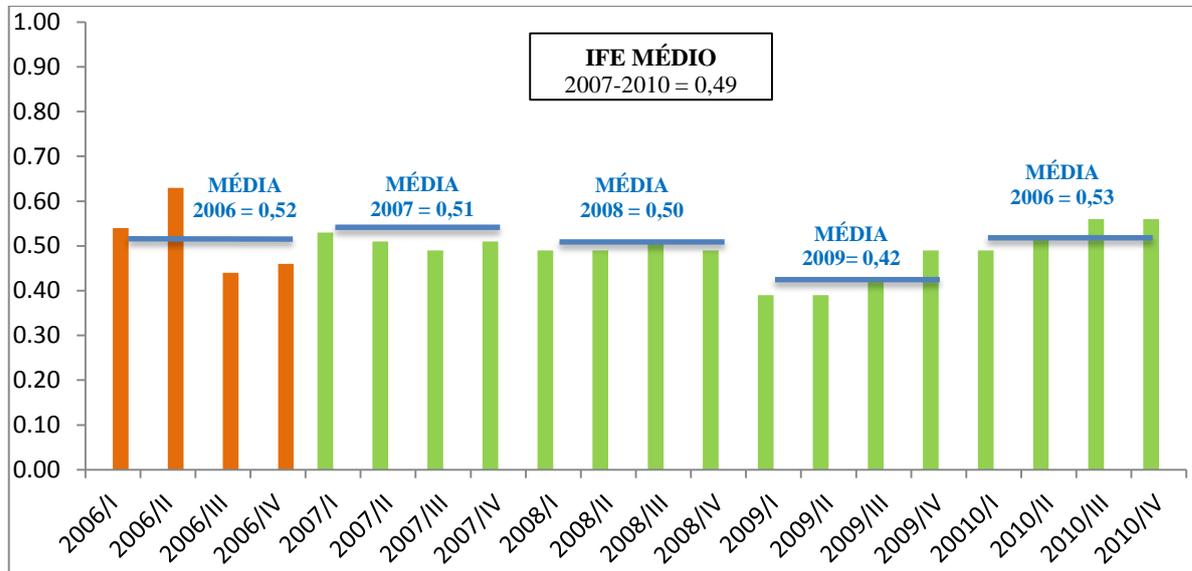


Figura 3.8 – Evolução do IFE, de 2006 a 2010.

Fonte: BCB.

Nota: Elaboração própria.

Conforme visualizado na figura 3.8, no ano de 2007 os valores do IFE foram superiores aos dois últimos trimestres do ano anterior, o que caracterizou aumento da fragilidade externa. Primeiramente, este aumento esteve vinculado ao expressivo aumento da importação no primeiro ano do segundo mandato do governo Lula em detrimento às exportações. Como já foi dito anteriormente, este resultado é reflexo do ritmo econômico acelerado (no ano em questão o PIB cresceu 4,4 %) e da taxa de câmbio apreciada (a taxa média nominal passou de R\$ 2,16/US\$ para R\$ 1,90/US\$). Com isto, as importações elevaram 22% em relação ao ano anterior e as exportações aumentaram 16%, com isto o superávit na balança comercial foi de US\$ 40 bilhões ante US\$ 46,5 bilhões (tabela 3.5).

Tabela 3.5 – Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 2007 a 2010

Discriminação	2007	2008	2009	2010
Balança Comercial (FOB)	40.031,63	24.835,75	25.289,81	20.146,86
Exportações	160.649,07	197.942,44	152.994,74	201.915,29
Importações	120.617,45	173.106,69	127.704,94	181.768,43
Balança de Serviços e Rendas	-42.509,89	-57.251,64	-52.929,58	-70.321,51
Serviços	-13.218,72	-16.689,88	-19.245,37	-30.835,10
Rendas	-29.291,17	-40.561,76	-33.684,21	-39.486,41
Saldo em Transações Correntes	1.550,73	-28.192,02	-24.302,26	-47.273,10
Conta Capital e Financeira	89.085,60	29.351,65	71.300,60	99.911,78
Conta Financeira	88.329,74	28.296,53	70.172,07	98.793,23
Investimentos Diretos	27.518,24	24.601,09	36.032,81	36.918,92
Investimento Direto Brasileiro	-7.066,66	-20.457,07	10.084,23	-11.587,57
Investimento Direto Estrangeiro	34.584,90	45.058,16	25.948,58	48.506,49
Investimentos em Carteira	48.390,36	1.133,12	50.283,05	63.010,94
Investimento Brasileiro em Carteira	286,07	1.900,05	4.124,50	-4.783,92
Investimento Estrangeiro em Carteira	48.104,29	-766,92	46.158,55	67.794,86
Derivativos	-710,26	-312,35	156,23	-112,15
Outros Investimentos	13.131,40	2.874,67	-16.300,01	-1.024,48
Outros Investimentos Brasileiros	-18.551,53	-5.268,76	-30.376,10	-42.567,05
Outros Investimentos Estrangeiros	31.682,93	8.143,43	14.076,08	41.542,57
Resultado BP	87.484,25	2.969,07	46.650,99	49.100,50
Reservas internacionais	180.334,00	206.806,00	239.054,00	288.575,00
Taxa de câmbio nominal ^a	1,90	1,90	1,95	1,74
Taxa de juros nominal ^b	11,88%	14,49%	9,94%	9,90%
Taxa de inflação ^c	4,46%	5,90%	4,31%	5,91%
Crescimento do PIB doméstico ^d	6,0%	5,1%	-0,33%	7,53%

a: Média das cotações mensais da taxa nominal de câmbio(R\$/US\$) para o ano relevante.

b: Média diária da taxa de juro Over/Selic da economia brasileira para o período relevante.

c: Valor do IPCA acumulado no ano (%)

d: Variação percentual real, calculado pelo BCB.

Fonte: BCB e Ipeadata.

Nota: Elaboração própria.

Outro ponto a ser analisado é a conta de serviços e rendas, a qual foi deficitária em US\$ 42,5 bilhões, devido ao aumento expressivo das despesas nas duas contas. O aumento do nível de renda do brasileiro e a apreciação cambial refletiram também na expansão de gastos com viagens internacionais, transportes, aluguel de equipamentos e seguros. O déficit da conta de rendas totalizou US\$ 29,2 bilhões, com elevação de 6,4% em relação ao ano anterior. O resultado pode ser explicado pelas grandes remessas líquidas de lucros e dividendos, graças ao crescimento do estoque de investimentos externos no Brasil, que foram atraídos pela alta lucratividade e apreciação nominal do real. Por sua vez, as despesas com juros elevaram menos que as receitas porque houve elevação de haveres de brasileiros no exterior. Portanto, o saldo das transações correntes foi superavitário em US\$ 1,5 bi (tabela 3.5).

Por isto, apesar do IFE médio de 2007 ter sido inferior ao ano anterior, ocorreu um aumento do IFE em relação aos dois últimos trimestres do ano anterior, que é explicado pelo aumento das importações e despesas com juros e outros serviços. Tal aumento não foi maior porque as reservas internacionais quase dobraram de um período para o outro (passou de US\$ 85 bilhões para US\$ 180 bilhões), freando o crescimento da fragilidade financeira. Além disto, houve redução do serviço de dívida, especialmente de amortização dos empréstimos de médio e longo prazo, decréscimo do estoque da dívida de curto prazo e superávit na conta capital e financeira de US\$ 89 bilhões. Este saldo positivo deveu-se principalmente ao ingresso de investimento estrangeiro direto e de carteira (a entrada líquida totalizou US\$ 27,5 bilhões e US\$ 48 bilhões, respectivamente). Segundo o relatório anual do Banco Central de 2007, a entrada dos fluxos de capitais foi impulsionada pela alta rentabilidade dos investimentos no país e a redução do risco-Brasil. Com isto, a elevação do índice também decorre da elevação do estoque de portfólio. No entanto, com exceção do indicador passivo externo líquido/exportações, todos os outros indicadores de solvência externa indicaram uma redução da vulnerabilidade externa graças à redução da dívida externa líquida, ao recomprar os *Brady bonds*³⁵ e pagar os empréstimos do FMI em 2006, pelo acúmulo de reservas internacionais, bem como o aumento das exportações e aumento do PIB doméstico.

Em relação ao ano de 2008, observa-se o IFE médio anual foi de 0,50, ou seja, manteve-se estável em relação ao ano anterior. Nos três primeiros trimestres de 2008 o crescimento econômico do ano anterior foi interrompido pela internacionalização da crise do setor imobiliário norte-americano. O agravamento da crise e a dificuldade inicial de se implementar e coordenar medidas anti-cíclicas efetivas nos países industrializados (especialmente nos Estados Unidos e na Europa) provocou desacelerou a economia brasileira no quarto trimestre do ano (retração de 3,6% em relação ao trimestre anterior). Este último período do ano foi marcado pela saída de capitais para países desenvolvidos e depreciação cambial.

Conforme Prates, Cunha e Lélis (2011), um conjunto de fatores internos e externos contribuiu para atenuar a retração dos fluxos de capitais estrangeiros no país e melhorar a composição do passivo externo brasileiro. A tabela 4.5 mostra o crescimento do fluxo de IDE, na qual atingiu o valor recorde em termos históricos de US\$ 45 bilhões, um crescimento de 30% em relação a 2007. O ingresso desta modalidade de capital foi atraído pelo maior dinamismo do mercado

³⁵São títulos de renda fixa que são emitidos por vários países emergentes, dentre os quais o Brasil, para substituir dívidas com pagamento em atraso ou não pagas firmado no Plano Brady.

interno e da perspectiva de lucros nos setores produtores de *commodities* e indústrias em recursos naturais. Por sua vez, os investimentos em carteira registraram a entrada líquida de US\$ 1,1 bilhão, queda de quase 98% em comparação a 2007. Em um contexto de crescente aversão ao risco e preferência pela liquidez, houve forte resgate das aplicações em ações no país pelos investidores estrangeiros. Por último, a modalidade “outros investimentos”, que engloba as operações bancárias em geral (empréstimos e depósitos principalmente), obteve saldo negativo de US\$ 5,5 bilhões, ancorado pelos empréstimos e financiamentos de longo prazo. Com isto, a elevação extraordinária do IDE e o aumento do estoque de capital de longo prazo juntamente com a redução de capital de portfólio mantiveram o IFE médio de 0,50 em 2008.

Segundo Castilho (2011), a crise financeira internacional impactou o lado real da economia brasileira por diversos mecanismos de transmissão. O comércio externo foi afetado pela abrupta redução do crédito ao comércio e a queda dos preços das *commodities*, que no momento pré-crise estavam elevados. Além disto, o recuo da demanda externa, em resposta à deterioração das expectativas dos agentes ocasionou fuga de capitais que levou a desvalorização do real e afetou a saúde financeira de diversas empresas exportadoras.

Oreiro e Basílio (2012) notam que a desvalorização cambial provocou efeitos desestabilizadores na economia brasileira. Em consequência do regime de câmbio flutuante, entre agosto a outubro de 2008 ocorreu uma desvalorização do real de 30% em relação ao dólar. Esta rápida volatilidade fez empresas exportadoras arcarem com prejuízos significantes. Isto decorreu pela “financeirização” do setor produtivo brasileiro. Estas empresas reduziram suas margens de segurança no período de 2005 a 2007, fase de otimismo generalizado e se expuseram ao risco cambial com a utilização de operações de “derivativos cambiais”.

Como reflexo disto, a balança comercial deteriorou-se em 2008, redução de 37% em comparação ao ano anterior. A trajetória de valorização cambial até agosto de 2008, associado pela demanda interna aquecida e a estratégia do governo de aquisição de divisas no mercado à vista, estimulou as importações e desestimulou as exportações, uma vez que a competitividade das exportações brasileiras foi comprometida. Com isto, as exportações cresceram 23,2% e as importações aumentaram 43,5% no ano. O saldo negativo das transações correntes (US\$ 24,3 bilhões) esteve associado principalmente ao déficit da conta de serviços e rendas (US\$ 57 bilhões) explicados pelo aumento das remessas de lucros, dividendos e pagamento de juros em um contexto de aceleração do crescimento econômico até o terceiro trimestre do ano.

Portanto, mesmo com IFE médio anual considerado baixo, a economia brasileira não estava imune aos efeitos da crise financeira internacional, mas de fato o governo conseguiu responder ao contágio externo com sucesso. Segundo Paula e Pires (2012) tal situação foi alcançada pela política dos períodos anteriores de aumentar as reservas cambiais e reduzir as dívidas externa e interna. Isto possibilitou as autoridades econômicas responderem o efeito-contágio implementando uma política fiscal contracíclica para reverter a tendência recessiva da economia.

O ano de 2009 pode ser dividido em duas fases: o momento do auge dos efeitos da crise no Brasil no primeiro trimestre do ano e a recuperação econômica nos trimestres seguintes. Ao visualizar a figura 3.8 percebe-se que no primeiro e no segundo trimestre deste ano o IFE alcançou os menores valores da quarta fase (ambos 0,39) mantendo-se na posição financeira especulativa. No entanto, estes valores relativamente menores não caracterizam uma redução efetiva na fragilidade financeira externa do país. Isto pode ser explicado da seguinte forma. Este decréscimo foi motivado pela redução no estoque de portfólio e de capitais de curto prazo no último trimestre de 2008 e primeiro de 2009. Como se sabe, o índice no período t utiliza estas variáveis (portfólio e capital de curto prazo) defasadas em um período, por isto no primeiro semestre de 2009, o índice foi baixo uma vez que corresponde ao período de maior contração dos fluxos de capitais e comerciais após a crise.

Nos dois últimos trimestres do ano, o IFE volta a subir para 0,42 e 0,49, respectivamente. Este resultado deve-se ao forte crescimento do ingresso de capitais estrangeiros especulativos no Brasil, principalmente no segundo semestre. Desta forma, os investimentos estrangeiros em carteira contabilizaram no final do ano a cifra de US\$ 46,2 bilhões, resultado impressionante superior a 100% em relação a 2008. Com isto, a mudança na composição do passivo externo brasileiro no ano também foi fundamental para a elevação do índice. Em primeiro lugar, houve a redução no ingresso de IDE em relação ao ano anterior. No ano de 2008 houve entrada expressiva de IDE e tal modalidade representava 80% do total dos fluxos de capitais, por sua vez no ano de 2009 sua participação caiu para 29%. Isto já era esperado pela desaceleração da atividade econômica brasileira e mundial.

Outro ponto foi o aumento da participação dos capitais especulativos, cuja modalidade é expressa na conta de “investimentos em carteira”, alcançou 52% do total dos fluxos de capitais. As captações externas foram atraídas pelo elevado diferencial entre juros interno e externo, decorrente da manutenção da meta da taxa Selic em um patamar alto (apesar da redução em cinco pontos percentuais, de 13,75% a.a. início do ano para 8,75% a.a. no final) e taxas de juros

reais de 5,8%. Em um contexto de taxa de juros próximo a zero nos países desenvolvidos, o ganho em dólar dos investidores estrangeiros (o diferencial de juros somado à variação cambial) permaneceu positivo ao longo do ano. A elevação da variável estoque de portfólio do índice e a redução do IDE ao cálculo do índice foi compensada pelo aumento dos empréstimos de médio e longo prazo.

Outro motivo pela redução do ano de 2009 foi a melhora significativa no saldo das transações correntes, garantido pelo desempenho favorável da balança comercial e retração do saldo negativo da conta de serviços e rendas (-7,4% em comparação a 2008, tabela 4.5). A recuperação dos fluxos de comércio após fevereiro de 2009 assegurou o superávit de US\$ 25 bilhões. Tal resultado pode ser explicado pela queda acumulada das exportações inferior às importações. Prates, Cunha e Lélis (2011) comentam as razões desta recuperação da atividade comercial nos países em desenvolvimento. Em primeiro lugar, houve um aumento da demanda da China pelo mercado de *commodities*. Desta forma, os investidores nos países em desenvolvimento foram estimulados a realizar investimentos especulativos neste comércio e acumular estoques dado a desvalorização do dólar. Além disto, a demanda por *commodities* foi fomentada pela recuperação global em 2009, conforme o relatório anual do Banco Central de 2009. O déficit da conta de serviços e rendas reduziu-se em 17% do valor assimilado no ano anterior, cuja razão principal foi o forte recuo das remessas líquidas de rendas de investimento (estrangeiro direto e de portfólio). As despesas líquidas com juros cresceram no período.

Portanto, Cunha e Ferrari Filho (2012) observam que a economia brasileira estava mais preparada para enfrentar uma crise financeira internacional, diferentemente de outros momentos de turbulência internacional confrontados nos anos 1990. Dentre as razões para a sua capacidade de responder contra os choques externos estão: (i) melhora nos fundamentos macroeconômicos, externo e fiscal, como a redução da dívida externa e queda da dívida líquida do setor público; (ii) adoção de políticas econômicas contracíclicas a partir de 2009; (iii) mudanças estruturais antes da eclosão da crise como a expansão da proteção social e dos programas de transferência de renda, o aumento do salário mínimo e a expansão dos investimentos públicos. Estas últimas iniciativas foram fundamentais para evitar maiores reduções no nível da atividade econômica do país e facilitar a adoção de políticas econômicas para resolverem os problemas diante da crise financeira internacional³⁶.

³⁶Uma série de medidas foram implementadas pelas autoridades econômicas brasileiras para mitigar os efeitos no sistema financeiro nacional e na atividade econômica. Conforme Terra e Silva (2012), houve redução da taxa básica de juros em 2009. Dentre outras medidas, destaca-se a ampliação de crédito por parte dos bancos públicos

O foco do ano de 2010 voltou-se para a política cambial. O principal instrumento para inibir a apreciação do real frente ao dólar e restringir a entrada de capitais especulativos no país foi a elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). Segundo Munhoz (2012), a medida de controle de capital tem o objetivo de onerar seletivamente as operações de arbitragem de juros de curto prazo, de forma a coibir o influxo de recursos responsáveis pela forte apreciação cambial. Definiu-se que sobre o total de investimentos de renda fixa (títulos de dívida), derivativos, fundos e sobre operações de câmbio iria incidir o IOF a uma taxa de 6%, para as aplicações de ações foi de 2% e para a entrada de investimentos diretos a incidência seria de apenas 0,38%.

Modenesi, Martins e Modenesi (2012) afirmam que o IOF foi uma medida utilizada também para controlar a demanda agregada e desestimular a liquidez das famílias e conter a elevação do nível de preços da economia doméstica. Tal controle de capital associado com a elevação dos recolhimentos de compulsórios sobre depósitos a vista e a prazo em dezembro de 2010 constituiu instrumentos complementares a elevação da Selic no controle da inflação. Os autores afirmam que tal atitude foi inovadora, pois desde a adoção do regime de metas de inflação a taxa de juros era o único mecanismo utilizado para reduzir a liquidez dos agentes econômicos.

O resultado foi que no final do ano o PIB fechou com um crescimento de 7,5% e a inflação atingiu 5,19% em relação a 2009, maior resultado dos últimos seis anos. Do ponto de vista externo, observa-se expressiva melhora nos indicadores de endividamento, exceto na relação entre o passivo externo líquido e as exportações. Conforme Biancarelli (2011), a situação externa brasileira era mais favorável que no ano anterior. Primeiramente, a elevação brutal do estoque de reservas internacionais reduz a dívida externa líquida. Além disto, houve diminuição da razão dívida externa em relação ao PIB (de 12,98%, em 2009, para 11,98%, em 2010). Adicionalmente, o forte crescimento das exportações (32%) provocou a queda dos dois indicadores de dívida externa e dívida externa líquida que se relacionam com esta variável (tabela 3.1).

No entanto, tanto o IFE quando o indicador passivo externo líquido/exportação elevaram-se de um ano para o outro, o que indica aumento da vulnerabilidade externa. O primeiro apresentou

federais para consumidores e investidores com intuito de resolver o problema da liquidez, ocasionada pela retração de crédito por parte dos bancos privados. Por parte da política fiscal contracíclica, houve injeção de recursos na economia brasileira para impulsionar a demanda agregada no montante de US\$ 20,4 bilhões. Os gastos do governo foram expandidos com (i) a expansão do Programa de Aceleração Econômica (PAC) e (ii) incentivo para a construção de moradias com o programa Minha Casa Minha Vida. A redução de impostos, de Produtos Industrializados (IPI) sobre eletrodomésticos de linha branca, materiais de construção e automóveis em geral e de Operações Financeiras (IOF).

uma média de 0,53 contra 0,42 no ano anterior. O segundo registrou um aumento de 0,5 pontos percentuais. Este resultado pode ser explicado pela composição do passivo externo líquido, na qual em dezembro de 2010 era composto, predominantemente por Investimento em Carteira (US\$ 656,3 bilhões, representando 50,7% do total). Em seguida, tivemos o IDE (US\$ 472,6 bilhões, 36,5% do total) e Outros Investimentos (US\$ 161 bilhões, ou seja, 12,5% do total). Biancarelli (2012) afirma que tal posição patrimonial é frágil uma vez que os investimentos de carteira (títulos negociados em mercados secundários) se sobrepõem ao total IDE (exigíveis a longo prazo). Desta forma, o autor alerta que mudanças no cenário internacional podem trazer consequências para o lado real da economia.

Por isto, Munhoz (2012) afirma que o instrumento de controle de capitais utilizado pelo governo (o IOF) não foi eficaz para mitigar a especulação que assolava a conta financeira brasileira. A autora descreve três razões para tal comportamento. Em primeiro lugar, os investidores agem de forma oportunista e conseguem “burlar” os controles. No caso brasileiro, os investidores externos podem abrir uma sociedade anônima com participação superior a 10%, na qual é contabilizado como investimento direto e tem uma taxação pequena sobre o total do capital investido. No entanto, o recurso de fato é aplicado em fundos de investimento com características especulativas. Outro ponto destacado é alto diferencial de juros interno e externo que atrai investimentos de curto prazo, o que impacta o câmbio e demais variáveis macroeconômicas. A terceira razão é que existe uma variedade de capitais que não são taxados pelo IOF, como por exemplo, as operações com *carry trade*, que são classificados como outros investimentos³⁷. Esta modalidade de capital foi responsável em parte pela apreciação cambial apresentada no ano de 2010 (no ano houve apreciação do real de 30% em relação ao dólar).

Em suma, as ações de política econômica do governo Lula tiveram resultados positivos na contenção da vulnerabilidade externa. No entanto, o presidente Lula deixou alguns desafios para o próximo governo. A figura 3.3 mostra que a taxa de câmbio apresentou alta volatilidade no período de 2007 a 2010. A teoria Pós-Keynesiana afirma que a volatilidade cambial inibe os investimentos no país porque aumenta incerteza e dificulta o processo de tomada de decisão dos agentes econômicos para o futuro, dado a imprevisibilidade dos custos dos produtos importados e dos preços de venda (TERRA E FERRARI FILHO, 2012). Desta forma, para o setor externo o próximo governo deveria reduzir a volatilidade cambial e alcançar uma taxa de

³⁷*Carry trade* são operações de arbitragem entre moedas na qual o investidor adquire uma moeda de baixo investimento em um determinado país e a revende em outro país com rendimento maior.

câmbio que estimule a competitividade da indústria nacional e reverta a tendência da composição da pauta de exportações em produtos básicos.

3.3.5 Quinta fase - 2011 e 2012: mudanças na política econômica

O governo da Dilma Rousseff inicia-se em um contexto de crise da dívida soberana na área do Euro, no qual economias periféricas da União Europeia solicitaram ajuda financeira internacional de emergência. Em um cenário de desconfiança crescente dos investidores internacionais e retração do crescimento global, o governo adotou uma sequência de políticas econômicas heterodoxas visando a redução da inflação e desaceleração da economia nacional. Dentre as medidas adotadas, destacam-se: (i) a busca pela responsabilidade fiscal, em vez da meta de superávit fiscal; (ii) atuação menos conservadora do BCB na fixação dos juros e redução gradual da Selic; (iii) ampliação do controle de capitais mediante a cobrança do IOF nas operações com derivativos cambiais e uma alíquota maior para aquisição de empréstimos estrangeiros com prazo de até um ano – medida para conter a apreciação cambial e diminuir a dívida de curto prazo; (iv) lançamento de nova política industrial para promover o investimentos em inovação, pesquisa e desenvolvimento em setores estratégicos (CUNHA e FERRARI FILHO, 2012).

Tais ações geraram uma combinação entre a política monetária e fiscal na contenção da inflação. A interação delas associada à percepção do desaquecimento da economia doméstica possibilitou uma redução gradual na taxa de juros a partir do segundo semestre de 2011. Desta forma, a Selic fechou o ano em 11,25% a.a. O resultado foi que a inflação acumulada de 6,5% se manteve dentro da faixa de referência da meta (e o superávit primário expressivo, em torno de 3,2% do PIB (PAULA e PIRES, 2012).

No âmbito externo, a consistência da política econômica brasileira associado a solidez das contas externas acarretou em elevação nas notas de crédito soberano do Brasil pelas principais agências de classificação de risco (*Fitch, Moody's e Standart and Poor's*). Mesmo com o menor ritmo da atividade econômica global e aumento da aversão ao risco por parte dos investidores internacionais, o Brasil conseguiu manter uma posição externa fortalecida.

Os indicadores de endividamento externo reduziram seus valores de um ano para o outro. A primeira razão foi o aumento das exportações em 26,5% e da dívida externa em 16,6%. Com

isto, o tradicional indicador de solvência externa (dívida externa/expoções) caiu de 1,27 para 1,16. A relação entre a dívida externa total e o PIB se manteve estável, em torno de 12%. Adicionalmente, o país permaneceu em uma situação credora. A razão entre a dívida externa líquida e as expoções passou de -25,1% em 2010 para -28,1% em 2011. O passivo externo líquido, em termos absolutos, teve uma redução motivada pelo aumento das reservas internacionais e decréscimo do estoque de investimentos estrangeiros em ações no país. Sob estes aspectos, não há dúvida da melhora da situação externa brasileira.

Analisando a evolução do IFE, observa-se a elevação do índice no primeiro trimestre de 2011 em relação ao trimestre anterior, na qual passou de 0,56 para 0,59. Este resultado é justificado pelo crescimento nas despesas com juros e da retração das expoções menor que a observada nas importações. O índice não se elevou mais porque o déficit das transações correntes foi financiado com a entrada de empréstimos de longo prazo e investimento direto estrangeiro. Este resultado é reflexo da recuperação acentuada da atividade econômica global (RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL, 2011).

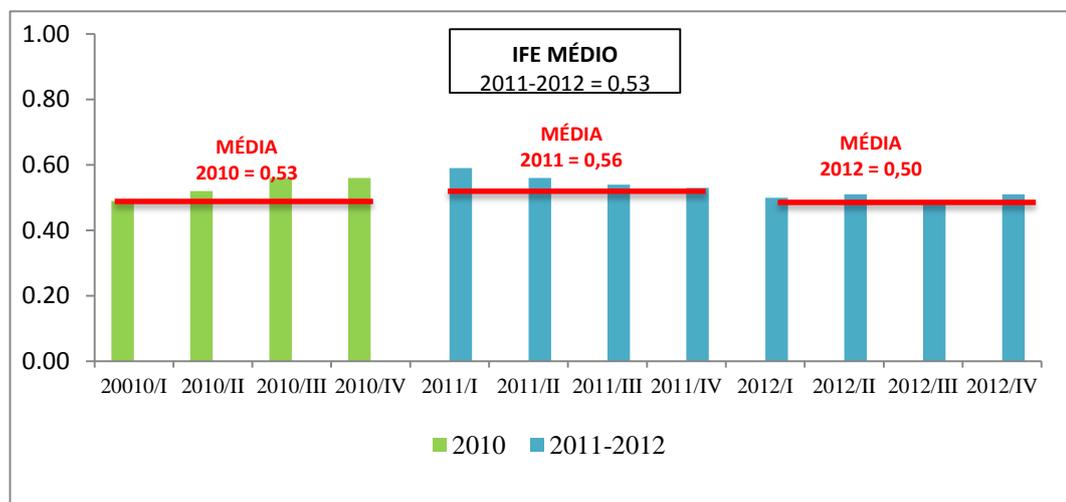


Figura 3.9 – Evolução do IFE, de 2010 a 2012

Fonte: BCB.

Nota: Elaboração própria.

Nos três últimos trimestres do ano, o IFE vai decaindo com os valores de 0,56; 0,54 e 0,53; respectivamente (figura 3.9). Esta redução é explicada pela expansão anual das expoções de 26% e das importações de 24%, motivada pela forte demanda internacional por *commodities*. Além disto, este período é caracterizado pelo recebimento de investidores internacionais, inclusive europeus. Por isto, o ano foi marcado pela melhora qualitativa dos fluxos atraídos,

com forte influxo de IDE de US\$ 67 bilhões, o qual garante o financiamento do déficit em transações correntes de US\$ 53 bilhões (tabela 3.6). Além disso, os ingressos em participação de modalidades de fluxos mais voláteis (Investimento em Carteira) reduziu de 44%, em dezembro de 2010, para 41%, em 2011.

Tabela 3.6 – Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 2011 e 2012

Discriminação	2011	2012
Balança Comercial (FOB)	29.793,68	19.430,65
Exportações	256.039,57	242.579,78
Importações	226.245,90	223.149,13
Balança de Serviços e Rendas	-85.250,53	-76.522,98
Serviços	-37.931,62	-41.075,41
Rendas	-47.318,91	-35.447,57
Saldo em Transações Correntes	-52.472,62	-54.246,41
Conta Capital e Financeira	112.380,15	72.761,86
Conta Financeira	110.806,97	74.638,55
Investimentos Diretos	67.689,14	68.093,25
Investimento Direto Brasileiro	1.029,00	2.821,40
Investimento Direto Estrangeiro	66.660,14	65.271,85
Investimentos em Carteira	35.310,91	8.273,46
Investimento Brasileiro em Carteira	16.858,31	-8.260,41
Investimento Estrangeiro em Carteira	18.452,60	16.533,87
Derivativos	2,83	24,94
Outros Investimentos	7.804,09	-1.753,11
Outros Investimentos Brasileiros	-39.005,24	-24.277,66
Outros Investimentos Estrangeiros	46.809,34	22.524,55
Resultado BP	58.636,81	18.899,55
Reservas internacionais	352.012,07	378.613,50
Taxa de câmbio nominal ^a	1,73	2,03
Taxa de juros nominal ^b	11,75%	8,19%
Taxa de inflação ^c	6,50%	5,84%
Crescimento do PIB doméstico ^d	2,70%	0,90%

a: Média das cotações mensais da taxa nominal de câmbio(R\$/US\$) para o ano relevante.

b: Média diária da taxa de juro Over/Selic da economia brasileira para o período relevante.

c: Valor do IPCA acumulado no ano (%)

d: Variação percentual real, calculado pelo BCB.

Fonte: BCB e Ipeadata.

Nota: Elaboração própria.

Conforme Biancarelli (2012), o influxo de IDE em patamares elevados, mesmo em uma conjuntura econômica mundial desfavorável para atração de capitais exigíveis a longo prazo, é a resposta das políticas econômicas adotadas no país. A atração desta modalidade de capital foi obtida através da confiança dos investidores estrangeiros das perspectivas promissoras de expansão econômica, embora o contínuo processo de aumento de IDE reflita o aumento do

déficit nas remessas de lucros de empresas instaladas no Brasil que aumenta a deterioração das transações correntes.

Por fim o presente trabalho analisa o ano de 2012. Este último ano iniciou com grande instabilidade mundial com a deterioração da situação financeira na zona do Euro, redução do nível da atividade econômica mundial e do comércio internacional, volatilidade dos fluxos internacionais de capitais, desconfianças sobre os preços das *commodities*. Por sua vez, o cenário brasileiro apresentava forte dependência das exportações por produtos básicos e retorno dos fluxos de capitais para os países desenvolvidos (BIANCARELI, 2012).

Diante desta conjuntura, o segundo ano do governo da Dilma foi marcado por reduções significativas na taxa básica de juros (figura 3.7) para tentar dar um fôlego no crescimento da economia doméstica (PIB cresceu 2,7% em 2011 e apenas 0,90% em 2012). A queda em 2,5 pontos percentuais do início para o final do ano (10% a.a para 7,5%) fez com que a Selic alcançasse o menor patamar da série histórica³⁸. Tal medida associada a medidas disciplinadoras impostas no mercado cambial conteve a tendência de apreciação cambial apresentada em 2011. Com isto, os investidores não podiam computar com a rentabilidade certa decorrente da combinação câmbio-juros nos papéis brasileiros de renda fixa e variável. A atratividade de capitais foi alcançada por meio do relaxamento das alíquotas e prazos do IOF.

O resultado do IFE médio calculado para 2012 foi de 0,50 ante 0,53 do ano anterior. Esta redução da fragilidade externa é compreendida pela forte diminuição do estoque da dívida externa de curto prazo, redução do estoque de portfólio devido à expressiva saída de capital estrangeiro em ações de companhia brasileiras. Estes fatores associados ao forte ingresso de IDE e redução do déficit da conta de serviços do país compensaram a queda no saldo da balança comercial. A entrada de IDE (US\$ 67 bilhões) novamente foi suficiente para cobrir o déficit nas transações correntes (US\$ 54 bilhões).

Para evidenciar a redução da vulnerabilidade externa, Biancareli (2012) observa que as operações de investimentos em carteira tanto de ações como títulos de renda fixa estão passando por importantes alterações nas últimas décadas. Existe um processo de “des-dolarização” na

³⁸Uma medida adotada pelo governo que viabilizou a redução da taxa de juros foi a mudança na fórmula de remuneração das cadernetas de poupança em maio de 2012. A partir desta data, os depósitos realizados estão sujeitos a uma rentabilidade diferente. Se a taxa Selic for abaixo de 8,5% ao ano, a poupança vai render 70% dessa taxa e se for superior a 8,5% é remunerada pelo sistema anterior, ou seja, rendimento fixo de 6,17% ao ano mais a variação da TR (taxa calculada com base na média de rendimento do CDB - Certificados de Depósitos Bancários).

composição destes tipos de passivos negociados no país. O total de investimentos em carteira denominados em moeda nacional passou de 16% em 2001 para quase 60% em 2012. Isto permite que o potencial de ameaça externa se dissipe antes de potenciais estragos. Este fortalecimento patrimonial também foi evidenciado pela crescente participação dos Investimentos Diretos na composição do passivo externo.

No entanto, Prates (2012) alerta que a composição do passivo externo é mais favorável, mas que pode ser alterada diante das circunstâncias externas. Terra e Silva (2012) observam que embora a entrada de investimento direto estrangeiro tenha dado um alívio na condução da economia brasileira nos momentos de grande instabilidade econômica mundial, este tipo de capital também pode retornar para as economias desenvolvidas quando estas estiverem em um cenário mais favorável, o que poderá trazer profundos prejuízos para a economia doméstica.

É importante ressaltar também os efeitos da instabilidade no sistema econômico mundial sobre o comércio brasileiro em 2012. Este ano apresentou o saldo da balança comercial de US\$ 19 bilhões, pior resultado desde 2003. Isto é reflexo da redução das exportações e da taxa de câmbio apreciada que estimula as importações. Desta forma, Biancareli (2012) afirma que são necessárias instituições e políticas de intervenção estatal para fortalecer a capacidade produtiva brasileira. Tais medidas são fundamentais para o país tornar-se mais competitivo no cenário internacional e melhorar a configuração dos preços internos e externos. Isto permitiria que o Brasil enfrentasse melhor as pressões externas e diminuísse a exposição a riscos nestas circunstâncias.

A preocupação de Oreiro (2012) é que a economia brasileira entre em um processo de semi-estagnação da indústria, haja vista que entre 2003 a 2012 a taxa real efetiva de câmbio sofreu uma valorização de 32% e, no mesmo período, a participação da indústria de transformação do PIB decaiu de 18,01% para 14,59%. Por isto, nem sempre a entrada de poupança externa reflete no aumento da taxa de investimento e o câmbio apreciado pode gerar consequências para o resultado do balanço de pagamentos (como já foi notado). Terra e Silva (2012) observam que existe a expectativa do Brasil receber mais influxos de capitais nos próximos anos, mantendo a valorização do real diante ao dólar e o barateamento das importações.

A solução dada por Pós-Keynesianos como Cunha e Ferrari Filho (2012), Oreiro (2012), Munhoz (2012), Terra e Silva (2012) é a adoção de controles de capitais para administrar a taxa real de câmbio, colocando-a no valor requerido para equilibrar o balanço de pagamentos e prevenir crises financeiras e cambiais. Mecanismos prudenciais de controles de capitais devem

ser aplicados de maneira que reduza a velocidade das transações nos mercados e, conseqüentemente, as possibilidades de especulação. Com isto, há uma redução da volatilidade cambial e contribui para a previsibilidade de custos de produção no fechamento de contratos.

Silva e Resende (2012) sugerem que as autoridades do governo brasileiro adotem controles de capitais na saída durante períodos de grande instabilidade financeira. Para os autores, há evidências que este instrumento é mais eficaz que os atualmente adotados e contribuiriam para a redução da volatilidade cambial. Além disso, é preciso pensar em controles quantitativos para proibir toda e qualquer movimentação de capitais de natureza especulativa. Tais medidas devem ser complementadas com estratégias de fomento ao desenvolvimento econômico, como incentivos à exportação e modificações estruturais para reduzir os gargalos de infraestrutura brasileira.

3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente capítulo teve o objetivo de avaliar a situação externa de um país em desenvolvimento em contexto de um intenso processo de integração financeira. Nos anos 1990, as economias latino-americanas passaram por intensas transformações estruturais promovidas pelas reformas liberais. O Brasil, por exemplo, experimentou processo de abertura da conta capital. Para avaliar os impactos destas mudanças na economia brasileira realizou-se uma análise da evolução da vulnerabilidade externa no país no período de 1994 a 2012 a partir do cálculo do IFE.

Após a realização dos cálculos observou que a economia brasileira apresentou uma melhora significativa nos indicadores de vulnerabilidade externa. O período de 1994 a 1998 foi a fase que o índice se manteve elevado em todos os anos, além de apresentar dois momentos com situação financeira *Ponzi*. Esta situação foi explicada pela falta de políticas voltadas para o setor externo somado a um cenário internacional conturbado por crises financeiras em alguns países em desenvolvimento, o que deteriorou os resultados do Balanço de Pagamentos brasileiro.

Após a crise cambial, no início de 1999, o governo brasileiro adotou o tripé macroeconômico (regime de metas de inflação, sistema de câmbio flutuante e geração de superávits primários) na qual permitiu a redução da incerteza por parte dos investidores internacionais, que acompanhada de um forte crescimento mundial e preços de *commodities* elevados, fez com que

o país ao longo do quadriênio (1999-2002) conseguisse uma redução substancial na fragilidade financeira externa.

A queda da fragilidade financeira externa foi acentuada na terceira fase estudada (2003 a 2006). Este período é marcado por forte liquidez internacional que associado a elevadas taxas de juros atraiu investidores externos para o país, em especial fluxos de IDE. Além disto, a partir de 2004 o governo brasileiro adotou a política de compra de reservas cambiais que por mais que seu acúmulo gerasse custos para o país, este colchão de reservas foi fundamental para a economia enfrentar a crise financeira internacional que ocorrera a partir de 2008.

A ascensão do ciclo de liquidez internacional foi interrompida com a mencionada crise, mas o Brasil depois de fuga de capitais final de 2008 e início de 2009 apresentou retorno dos fluxos financeiros de investidores estrangeiros que alcançou patamares anteriores aos da crise. Graças a dinâmica da economia aquecida, fortalecimento de controles de capitais contra a entrada de fluxos de caráter especulativo, reduções significativas na taxa de juros, taxa de câmbio desvalorizada foi possível notar uma melhora qualitativa no passivo externo brasileiro a partir do governo da Dilma. Houve influxo de IDE significativo, redução da composição de ativos de curto prazo.

De fato, houve forte redução da vulnerabilidade externa brasileira nos últimos anos. No entanto, necessita-se de mais políticas voltadas para a expansão da capacidade produtiva para aumentar a competitividade das exportações e diminuir a influência de produtos básicos na composição da pauta de exportação.

CONCLUSÕES

Este trabalho teve como objetivo analisar a evolução da fragilidade financeira externa brasileira, no período de 1994 a 2012. Este período é marcado pelo intenso processo de globalização financeira, na qual os mercados financeiros se interagem entre si de forma muito rápida, possibilitando que os residentes de um país negociem com uma variedade de agentes e comercializem uma gama de ativos e passivos em diferentes moedas ao redor do mundo.

Conforme Ferrari Filho e Paula (2012), a internacionalização do sistema financeiro tem provocado profundas mudanças na dinâmica econômica mundial. A ação das políticas econômicas está limitada pela combinação entre a desregulamentação dos mercados financeiros, inovações financeiras, mobilidade irrestrita de capitais e volatilidade da taxa de câmbio. Diante deste contexto, as economias em desenvolvimento tornam-se mais suscetíveis a crises no balanço de pagamentos, bem como crises de solvência e liquidez.

Para estudar o comportamento da economia brasileira que está inserida em um contexto de elevado grau de integração financeira o trabalho utilizou a referência teórica de Minsky. Sob inspiração Keynesiana, o referido autor desenvolveu a HFF para compreender como as relações financeiras causam a fragilidade financeira interna. Para ele, o processo de fragilização financeira não é uma “anomalia” do sistema capitalista, mas é resultante da interação de fatores endógenos, ou seja, pelo processo de endividamento dos agentes para a realização de investimentos. As decisões dos agentes econômicos, denominados pelas famílias, firmas, instituições financeiras e governo, são especulativas porque realizam uma aposta no futuro. Desta forma, quando estas apostas ficam mais arriscadas, aumenta-se o grau de fragilidade financeira destes agentes.

Como já exposto, a HFF foi construída para uma economia fechada. Diante do aumento significativo do volume e da especulação das transações financeiras que ocorrem no mundo, diversos autores brasileiros tem elaborado trabalhos relevantes para o debate Minskyano para economias abertas. O presente trabalho abordou notavelmente o estudo de Paula e Alves (1999), na qual se preocuparam com a dependência da economia brasileira em obter financiamentos externos para cobrir os déficits em contas correntes após a intensificação da integração financeira nos país em desenvolvimento nos anos de 1990. Desta forma, os autores formalizaram a fragilidade financeira externa para a economia brasileira utilizando as contas

nacionais e construíram o Índice de Fragilidade Financeira. Este indicador foi usado como base para análise dos principais determinantes da evolução da fragilidade financeira da economia brasileira para o período supramencionado e para o desenvolvimento da tipologia das posturas financeiras para o setor externo para o período de 1994 a 2012.

Desta forma, os resultados de forma resumida foram que nos primeiros anos do Plano-Real (1994 a 1998) foi observado alta fragilidade financeira, tendo em vista a forte valorização cambial, expressivo ingresso de capitais especulativos e deterioração da conta corrente. No segundo mandato do governo FHC (1999-2002), a adoção do regime de câmbio flutuante provocou uma melhora nas contas externas e redução da fragilidade financeira. A forte desvalorização cambial favoreceu a recuperação do saldo da balança comercial, na qual teve um crescimento das exportações maior que o aumento das importações. Além disto, nesta fase o ingresso de IDE permitiu a queda da fragilidade financeira externa.

O primeiro mandato de Lula (2003-2006) é um período do auge do ciclo de liquidez internacional. Com isto, a redução adicional da fragilidade financeira está associada ao forte ingresso de capitais, crescimento das exportações e acúmulo de reservas internacionais. Por sua vez, o segundo mandato do presidente (2007-2010) apresentou uma elevação da fragilidade decorrente do momento instável no cenário externo provocado pela crise financeira internacional a partir de setembro de 2008. No entanto, a atração de investimentos estrangeiros, especialmente nos últimos dois anos do governo, o aumento das exportações de *commodities* e manutenção do acúmulo de reservas internacionais foram essenciais para que o Brasil conseguisse uma melhora nos indicadores de solvência externa.

Por fim, os dois primeiros anos da presidenta Dilma (2011/2012) foram marcados por fortes reduções na taxa de juros, taxa de câmbio apreciada e baixo crescimento econômico. O resultado foi um aumento da fragilidade financeira decorrente da deterioração da balança comercial, principalmente no ano de 2012. O último ano é considerado histórico pela redução na taxa de juros, na qual a Selic passou de 10,5% a.a no início para 7,5% a.a no final de 2012. Esta tendência de queda foi rompida na terceira reunião do Copom de 2013 (17 de maio) que elevou a taxa básica de juros em 0,25 p.p para controlar o crescimento da inflação no país. No entanto, por se tratar de um período recente esta Dissertação foi limitada pela falta de literatura atualizada sobre o tema de fragilidade financeira, mas dado a relevância do estudo do setor externo brasileiro é importante continuar a pesquisa sobre o tema. Como proposta para análises futuras, uma vez que há uma limitação em determinar o valor exato do IFE em que uma

economia deixa de ser especulativa para se tornar *Ponzi*, recomenda-se o uso de um modelo econométrico de probabilidade em que ao menos calcule a chance de tal fato ocorrer, por exemplo, através do uso de modelos do tipo *Logit* ou *Probit*. Dessa maneira, além do valor do IFE e a postura financeira da economia, haveria uma terceira informação, a probabilidade de mudar de uma postura financeira para outra a partir das receitas financeiras externas presentes.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Akyüz, Y. **The East Asian financial crisis: back to the future?** Genebra: United Nations Commission on Trade and Development, 1998.

ARAÚJO, M. S de. Estatísticas do setor externo. In: FEIJÓ, C. A.; VALENTE, E.; LIMA, F. C. C. ; ARAÚJO, M.S. ; CARVALHO, P.G.M. (Org.) **Para entender a conjuntura econômica**. Barueri, Manole, 2008. P. 277-305.

ARESTIS.P; GLICKMAN.M. Financial crisis in south East Asia: dispelling illusion the minskyan way. **Cambridge Journal of Economics**, v. 26, n. 2, p. 237-260, 2002.

AVERBUG,A.; GIAMBIAGI, F. **A crise brasileira de 1998/99: origens e consequências**. BNDES, Rio de Janeiro, 2000 (Texto para Discussão, 77).

BAHRY, T. R. & GABRIEL, L. F. A hipótese de instabilidade financeira e suas implicações para ocorrência de ciclos econômicos. In: XIII Encontro Nacional de Economia Política, 2008, João Pessoa. **Anais...** João Pessoa, Anpec, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório anual**. Brasília: Banco Central do Brasil, 1990-2006. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em: 15 fev. 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais**, 1990-2013. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em: 25 set. 2011.

BARROS, D. C. **Fragilidade financeira externa no Brasil: evolução recente e impactos sobre a taxa de juros**. 2008. 103F. Dissertação (Mestrado)- CEDEPLAR, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.

BIANCARELI, A. M. Perspectivas da economia brasileira: notas sobre o setor externo. In: IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Rio de Janeiro. **Perspectivas da economia brasileira: notas sobre o setor externo**, Rio de Janeiro, 2011.

BIANCARELI, A. M. **Uma nova realidade do setor externo brasileiro, em meio à crise internacional**, RedeD, 2012, 49 p. (Texto para Discussão, 13).

BRESSER PEREIRA, L. C. O Plano Brady. **Revista Istoé**, São Paulo, mar. 1989.

BRESSER PEREIRA, L. C. Macroeconomia do Brasil Pós-1994. **Análise Econômica** (UFRGS). Porto Alegre, v. 21, n. 40, p. 07-38, 2003.

BRESSER PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Crescimento econômico com poupança externa? *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 2, p. 3-27, 2003.

CARUSO, P. R. S. **A fragilidade externa da economia brasileira na segunda fase do plano real (1999-2006):** uma abordagem minskyana. 119f. 2007. Dissertação (Mestrado) – Departamento de economia, Universidade de Brasília, Brasília, 2007.

CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. In: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. (Org.) **Câmbio e controle de capitais:** avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. p. 1-28.

CUNHA, A. M.; FERRARI FILHO, F. Será que as políticas econômicas implementadas no Brasil em resposta a crise financeira internacional podem ser consideradas keynesianas?. In: MODENESI, A. M; et al (Org). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade:** tendências e perspectivas para a economia brasileira. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012. p. 145-152.

DAVIDSON, P. **Post Keynesian macroeconomic theory: foundations for successful economic policies for the twenty-first century.** Aldershot: Elgar, 1994.

DEOS, S. A contemporaneidade de Minsky. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. (Org). **A crise financeira internacional:** origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora Unesp, 2012. p. 17-20.

DYMSKI, G. Economia de Bolha e Crise Financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva especializada e Minsky. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, IE/Unicamp, n. 11, p. 73-136, 1998.

DYMSKI, G.; POLLIN, R. **New perspectives in monetary macroeconomics: explorations in the tradition of Hyman P. Minsky.** Michigan: The University of Michigan Press, 1994.

FERRARI FILHO, F; PAULA, L. F. A crise das finanças desregulamentadas: o que fazer?. In: FERRARI FILHO F.; PAULA, L. F. (Org). **A crise financeira internacional:** origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora Unesp, 2012. p. 101-106.

FISHER, I. **The Debt-Deflation Theory of Great Depressions.** *Econometrica*, n. 1, p. 337-57, 1933.

GIAMBIAGI, F.; BARROS, O. A crise das finanças desregulamentadas: o que fazer?. In: GIAMBIAGI, F.; BARROS, O. (Org). **Brasil pós-crise: agenda para a próxima década**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 3-24.

GRABEL, I. Averting crisis? Assessing measures to manage financial integration in emerging economics. **Cambridge Journal of Economics**, London, v. 27, n. 3, p. 317-336, 2003.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S.; TOLEDO, R. **Economia Brasileira Contemporânea**. São Paulo: Editora Atlas, 7 ed, 2007.

HERMANN, J. **Fragilidade financeira do setor público: implicações para a gestão da política econômica**. 1993. 231f. Dissertação (Mestrado) -Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1993.

HICKS, J. R. (1962). **Liquidity**. The Economic Journal, 72(288): 787-802.

IPEADATA. **Séries temporais, 1994-2012**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>> Acesso em: 30 de setembro, 2011.

KEYNES, J. M. (1936) **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Nova Cultural, Coleção Os Economistas, 2. ed, 1985.

KREGEL, J. A. **Using Minsky to analyze the impact of international development finance on international financial stability**. Center for full employment and Price Stability, 2004. (Working Paper n 33).

LIMA, F. C. C. Moeda e sistema financeiro: conceitos. In: FEIJÓ, Carmem Aparecida ; VALENTE, E. ; LIMA, F. C. C. ; ARAÚJO, M. S. ; CARVALHO, P. G. M. (Org.) **Para entender a conjuntura econômica**. Barueri, Manole, 2008. P.183-248.

LOPES, H. C. **A inflação e os Planos Cruzado e Real: uma análise institucionalista**. 2011.250 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011.

LOURENÇO, A. L. C de. **Minsky, Câmbio e “Finança Direta”: A Hipótese de Instabilidade Financeira no Contexto Institucional dos Anos 90**. 1999. Dissertação (Mestrado) - IE/Unicamp, Campinas, 1999.

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

MEYRELLES FILHO, S. F. **Ensaio sobre mobilidade internacional de capitais e crescimento econômico**. 2009. 122 f. Tese (Doutorado) - Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2009.

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

MINSKY, H. P. **Can't "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance**. New York: M. Sharp, 1982.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale Univ. Press, 1986.

MINSKY, H. P.. **The Financial Instability Hypothesis**. Jerome Levy Economics Institute, 1992 (Working Paper, n. 74).

MINSKY, H. P. **Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Public Policy Implications**. Jerome Levy Institute Economics, 1994a (Working Paper n. 127).

MINSKY, H. P. Integração financeira e política monetária. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 3, p. 21-36, 1994b.

MINSKY, H. P.; FERRI, P. Market Processes and Thwarting Systems. **The Jerome Levy Economics Institute**, 1991. (Working Paper n. 64).

MODENESI, A. M; MARTINS, N. M.; MODENESI, R. L. Uma nova política econômica?. In: MODENESI, A.M; et al (Org). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências e perspectivas para a economia brasileira**. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012. p. 123-131.

MUNHOZ, V. C. V. Liquidez internacional pós-crise e controles de capitais: a taxa via IOF pode conter os influxos financeiros especulativos no Brasil?. In: FERRARI FILHO F.; PAULA, L. F. (Org). **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Editora Unesp, 2012. p. 203-207.

PAULA, L.F.R.; ALVES JR., 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, 1999.

PAULA, L. F. R.; PIRES, M. C. C. Dilemas da política econômica no Brasil. In: MODENESI, A.M; et al (Org). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências e perspectivas para a economia brasileira**. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012. p. 191-200.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. O Brasil e a crise financeira global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas. **Revista Econômica Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 1, p. 62-91, 2011.

PUDWELL, C. A. M. **Fragilidade Financeira Externa, a partir de Minsky, e os desequilíbrios externos no plano real** (1994-1998). 2001. 154f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2001.

OREIRO, J. L. C. Autonomia, fragilidade e equilíbrio: a teoria dos controles de capitais In: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. (Org.) **Câmbio e controle de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. p. 29-56.

OREIRO, J. L. C. **Controles de capitais, sobrevalorização cambial e termos de troca: uma análise do caso brasileiro recente**. Revista de Conjuntura, p. 3 - 7, 2012.

OREIRO, J. L.C.; BASÍLIO, F. A crise financeira brasileira: uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira à la Minsky. In: FERRARI FILHO F.; PAULA, L. F. (Org). **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Editora Unesp, 2012. p. 131-136.

SALLES, A. O. T. **Alta inflação, hiperinflação e políticas de estabilização no Brasil:1985/1999 uma interpretação pós-keynesiana**.1997.254 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Universidade Federal Fluminense, Niterói, 1997.

SALLES, A. O. T. **Contemporary financial globalisation in historical perspective: dimensions, preconditions and consequences of the recent and unprecedented surge in global financialactivity**. PhD Thesis, University of Hertfordshire, 2008.

SIMONSEN, M. H.; CYSNE. R. P. **Macroeconomia**. São Paulo: Editora Atlas, 1995.

TERRA, F. H. B; FERRARI FILHO, F. A hipótese de fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período de 2000-2009. **Revista Economia**, Brasília, v. 12, n. 3, p. 497-516, 2011.

TERRA, F. H. B; SILVA, G. J. C. Prevenir é melhor que remediar: alternativas de políticas econômicas keynesianas para a prevenção de crises financeiras. In: FERRARI FILHO F.; PAULA, L. F. (Org). **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Editora Unesp, 2012. p. 191-196.

TERRA, F. H. B; FERRARI FILHO, F. As políticas econômicas em Keynes: reflexões para a economia brasileira no período 1995-2011, 2012, Porto de Galinha. **Anais...** Porto de Galinhas: ANPEC, 2012.

VIDOTTO, C. O espectro de Keynes ronda a América: hipotecas, securitização e crise financeira nos Estados Unidos. In: SICSÚ, J; VIDOTTO, C. (org.) **Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ANEXO A

Tabela A – Dados para o cálculo do IFE, de 1994 a 2012

(US\$ milhões)

	X	M	Rj	Dj	Ros	Dos	A	CCP	PLA	RE	ID	EML	IFE
1994/I	8876	6048	311	1774	1218	2849	2735	-1012	11862	38282	770	2128	
1994/II	11225	7276	432	2226	1125	2864	38008	1663	14732	42881	864	43957	0,64
1994/III	12182	7931	477	1328	1265	3361	2513	926	15070	43455	677	2639	0,52
1994/IV	11262	11824	581	2811	1243	4132	2902	-1501	16316	38806	912	4304	0,61
1995/I	9731	12018	682	1773	1299	4359	2488	3.914	13724	33742	998	918	0,68
1995/II	11719	13657	553	3613	1444	4109	3040	6124	14938	33512	1289	4317	0,79
1995/III	12729	12152	533	1687	1397	4076	2110	15041	18751	48713	1929	5264	0,74
1995/IV	12328	12145	713	3355	1677	3868	2771	18097	19558	51840	2154	4238	0,80
1996/I	10286	10751	802	2355	1493	3689	4008	20166	21488	55753	1865	3946	0,83
1996/II	12617	12491	743	3472	1834	4082	2678	20137	22490	59997	3880	6302	0,79
1996/III	12955	14217	965	2522	1533	5033	2927	20369	23773	58775	1737	3527	0,83
1996/IV	11889	15887	1101	4039	1802	5431	4141	21677	25703	60110	4551	9032	0,84
1997/I	10657	11489	1048	1973	1623	5020	2813	20993	28733	58980	3430	3279	0,86
1997/II	14132	15464	933	4153	2226	5900	7618	16581	32317	57615	5213	8474	0,92
1997/III	14902	16588	1117	2631	2004	6420	4103	9882	34363	61931	5300	8927	0,88
1997/IV	13303	16206	920	4743	2163	6717	10701	4156	32573	52173	8138	8190	0,87
1998/I	11907	13745	978	2406	2212	5414	3689	4038	36373	68594	5307	14817	0,71
1998/II	14075	14064	1008	4599	2088	6182	5741	-1300	37282	70898	6925	10100	0,69
1998/III	13494	15269	1105	3140	2152	7365	9635	-17818	34502	45811	11349	7440	0,67
1998/IV	11664	14636	793	5176	2160	6513	10726	-26011	33568	44556	11401	9099	0,66
1999/I	10045	10861	531	3353	1964	4292	16763	-27322	33818	33848	9068	2792	0,62
1999/II	12406	12206	519	5305	1878	4820	9897	-30214	35589	41346	7616	10424	0,58
1999/III	12581	12731	449	2855	2196	4969	8859	-31577	35676	42562	10650	4083	0,49
1999/IV	12979	13412	726	5586	2866	5773	9918	-34725	36139	36342	8920	10865	0,49
2000/I	12048	12067	621	3050	2638	4525	6510	-35139	36386	39200	8192	7714	0,41
2000/II	14105	13300	620	5670	2265	5399	6816	-37450	37722	28265	7961	3565	0,48
2000/III	15246	15356	619	3079	3178	5335	11845	-39386	39174	31431	11734	12883	0,50
2000/IV	13687	15061	585	5299	2592	5810	6807	-41109	39215	33011	12404	7038	0,48
2001/I	13788	14467	718	4053	2596	5639	8478	-41286	40104	34407	6537	-12648	0,70
2001/II	15139	14527	864	4993	2433	5978	10630	-41592	41107	37318	6962	3951,9	0,55
2001/III	15447	14115	630	3656	2143	4947	6031	-41465	41664	40054	7484	8655,8	0,39
2001/IV	13849	12463	531	4920	2687	5917	10013	-40871	41696	35866	9034	-7184	0,57
2002/I	11891	10863	565	3407	2916	4714	6203	-39117	42943	36721	6233	-912,3	0,46
2002/II	13161	11603	413	4090	2263	5847	8548	-38300	43698	41999	7234	7445	0,50
2002/III	18466	13200	649	3448	2586	4755	7524	-43596	42930	38381	6518	-868,8	0,49
2002/IV	16844	11575	519	4331	2938	5403	8750	-45134	43677	37824	6476	-624,4	0,46

(Continuação) Tabela A – Dados para o cálculo do IFE, de 1994 a 2012

(US\$ milhões)

	X	M	Rj	Dj	Ros	Dos	A	CCP	PLA	RE	ID	EML	IFE
2003/I	15045	11240	678	3305	2858	4488	4771	-44911	43817	42335	3688	4360,3	0,35
2003/II	17957	11364	536	4229	2489	5566	6908	-47289	44315	47956	4114	5937,3	0,37
2003/III	19788	12396	669	3287	2722	5060	7670	-49629	45101	52675	5185	3210	0,32
2003/IV	20294	13290	424	4505	3410	6828	7707	-48335	46649	49296	6250	-6088	0,36
2004/I	19448	13324	486	3522	3392	5581	5410	-48366	47473	51612	4064	-1436	0,35
2004/II	23858	14996	387	4213	3291	6432	11375	-48707	47463	49805	3295	-7564	0,48
2004/III	26972	16906	537	3397	3059	5745	7716	-49907	47331	49496	10515	-2170	0,37
2004/IV	26197	17609	515	4158	4116	7933	8564	-49785	48729	52935	7926	-935	0,41
2005/I	24451	16151	479	3491	4219	7689	4083	-48069	51292	61960	5167	-1168	0,35
2005/II	29226	17877	616	4148	3808	9877	7946	-51774	51239	59885	6975	-6908	0,45
2005/III	33042	20068	557	4182	4075	8669	12953	-52084	53436	57008	9382	-7849	0,46
2005/IV	31589	19509	565	3892	4924	11569	7713	-49753	55180	53799	8538	-16032	0,51
2006/I	29458	20130	903	4282	5207	10475	10896	-50714	57823	59825	6581	-1837	0,54
2006/II	31599	21394	1717	4167	4942	12642	15381	-52119	59320	62671	7589	-8586	0,63
2006/III	39900	25218	1207	4007	5040	10595	5278	-50441	59926	73393	7731	1220	0,44
2006/IV	36851	24609	1288	3947	5633	12943	12436	-48206	62895	85839	10499	10795	0,46
2007/I	34002	25275	1497	4369	6307	12883	13205	-33956	65505	109531	9205	-4757	0,53
2007/II	39212	27355	2248	3891	6014	15030	9982	-22624	70478	147101	17920	-2056	0,51
2007/III	43385	33025	2713	4468	6166	14661	6197	-25760	77622	162962	10473	7109,6	0,49
2007/IV	44050	34962	3374	4407	7127	18248	8673	-29628	89112	180334	12635	1755,1	0,51
2008/I	38690	35929	2658	4799	7513	19380	4842	-29538	87045	195232	13902	8328	0,49
2008/II	51955	43414	2775	3816	7560	22570	5629	-27252	93940	200827	13737	1613,6	0,49
2008/III	60215	51860	2254	4382	8555	21781	4624	-21022	90280	207494	20260	-385,8	0,51
2008/IV	47082	41904	2553	4474	9094	19012	7269	-32085	81547	206806	23937	-1978	0,49
2009/I	31178	28189	1878	4449	7322	13538	4953	-36178	81514	202460	12035	-1571	0,39
2009/II	38774	27854	1886	3425	6335	18758	7358	-32579	84577	208425	11239	2721,2	0,39
2009/III	41846	34572	1391	4175	7503	17801	7193	-30969	98814	224213	12314	4328,2	0,42
2009/IV	41197	37090	1773	3950	8466	23387	10618	-37557	118618	239054	17919	-154,5	0,49
2010/I	39230	38349	1295	4480	8038	18419	8867	-32905	123888	243953	10320	8687,8	0,49
2010/II	49958	42958	1238	3083	7317	25169	7093	-22604	128351	253114	15743	6816,9	0,52
2010/III	55742	50937	1547	4114	7892	22335	8483	-10137	137750	275206	18858	6695,2	0,56
2010/IV	56986	49524	1873	3886	9805	27840	9397	-11222	156288	288575	33723	10077	0,56
2011/I	51233	48088	2126	4959	9637	25619	9804	-11054	157036	317146	22208	18976	0,59
2011/II	67071	57256	2626	3875	9548	30055	11239	-13843	160153	335776	27272	18490	0,56
2011/III	71695	61596	1846	4492	10376	29183	8415	-22597	162244	349708	28383	15325	0,54
2011/IV	66041	59294	1685	4677	11118	31374	8243	-28380	163463	352012	23856	5767,9	0,53
2012/I	55080	52661	1651	4098	11370	24097	7602	-34354	168656	365216	18651	6610,7	0,50
2012/II	62134	57491	1408	3431	12955	29512	9395	-32252	166359	373910	19015	1877,3	0,51
2012/III	63383	54735	1420	4496	10014	25150	7638	-31329	166360	378726	20649	1634	0,48
2012/IV	61984	58263	1324	5624	10609	30866	15039	-31029	169062	378614	25941	5292	0,51

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil (vários anos).

ANEXO B

Tabela B – Comparação das receitas e gastos externos totais e a classificação das posturas financeiras

(US\$ milhões)

	Receita 1	Receita 2	Receita 3	Gastos totais	Classificação
1994/II	12.782	51.928	95.885	61.224	<i>Ponzi</i>
1994/III	13.924	57.482	60.121	31.528	Especulativo
1994/IV	13.086	57.453	61.757	37.665	Especulativo
1995/I	11.712	51.516	52.434	35.453	Especulativo
1995/II	13.716	48.747	53.064	42.057	Especulativo
1995/III	14.659	50.100	55.364	41.087	Especulativo
1995/IV	14.718	65.585	69.823	55.931	Especulativo
1996/I	12.581	66.286	70.232	58.458	Especulativo
1996/II	15.194	74.827	81.129	64.377	Especulativo
1996/III	15.453	77.187	80.714	67.326	Especulativo
1996/IV	14.792	78.118	87.150	73.640	Especulativo
1997/I	13.328	76.868	80.147	68.675	Especulativo
1997/II	17.291	81.484	89.958	82.861	<i>Ponzi</i>
1997/III	18.023	80.938	89.865	78.640	Especulativo
1997/IV	16.386	86.455	94.645	82.612	Especulativo
1998/I	15.097	72.577	87.394	61.983	Especulativo
1998/II	17.171	92.690	102.790	70.997	Especulativo
1998/III	16.751	98.998	106.438	71.391	Especulativo
1998/IV	14.617	71.829	80.928	53.735	Especulativo
1999/I	12.540	66.164	68.956	42.827	Especulativo
1999/II	14.803	56.267	66.691	38.725	Especulativo
1999/III	15.226	67.222	71.305	34.789	Especulativo
1999/IV	16.571	68.053	78.918	38.788	Especulativo
2000/I	15.307	59.841	67.555	27.566	Especulativo
2000/II	16.990	64.151	67.716	32.432	Especulativo
2000/III	19.043	59.042	71.925	35.887	Especulativo
2000/IV	16.864	60.699	67.737	32.765	Especulativo
2001/I	17.102	56.650	44.002	30.743	Especulativo
2001/II	18.436	59.805	63.757	34.946	Especulativo
2001/III	18.220	63.022	71.678	28.264	Especulativo
2001/IV	17.067	66.155	58.971	33.512	Especulativo
2002/I	15.372	57.471	56.559	26.012	Especulativo
2002/II	15.837	59.792	67.237	33.914	Especulativo
2002/III	21.701	70.218	69.349	34.325	Especulativo
2002/IV	20.301	65.158	64.534	29.393	Especulativo
2003/I	18.581	60.093	64.453	22.347	Especulativo
2003/II	20.982	67.431	73.368	26.973	Especulativo
2003/III	23.179	76.320	79.530	25.439	Especulativo
2003/IV	24.128	83.053	76.965	27.802	Especulativo

(Continuação) Tabela B – Comparação das receitas e gastos externos totais e a classificação das posturas financeiras, de 1994 a 2012

(US\$ milhões)

	Receita 1	Receita 2	Receita 3	Gastos totais	Classificação
2004/I	23.326	76.686	75.250	26.151	Especulativo
2004/II	27.536	82.443	74.879	36.123	Especulativo
2004/III	30.568	90.888	88.718	32.520	Especulativo
2004/IV	30.828	88.250	87.315	35.688	Especulativo
2005/I	29.149	87.251	86.083	30.358	Especulativo
2005/II	33.650	102.585	95.677	43.071	Especulativo
2005/III	37.674	106.941	99.092	45.337	Especulativo
2005/IV	37.078	102.624	86.592	44.035	Especulativo
2006/I	35.568	95.948	94.111	51.210	Especulativo
2006/II	38.258	105.672	97.086	60.693	Especulativo
2006/III	46.147	116.549	117.769	52.299	Especulativo
2006/IV	43.772	127.664	138.459	63.420	Especulativo
2007/I	41.806	136.850	132.093	70.421	Especulativo
2007/II	47.474	174.925	172.869	87.807	Especulativo
2007/III	52.264	209.838	216.948	106.205	Especulativo
2007/IV	54.551	230.148	231.903	118.152	Especulativo
2008/I	48.861	243.097	251.425	124.434	Especulativo
2008/II	62.290	271.259	272.873	132.936	Especulativo
2008/III	71.024	292.111	291.725	149.335	Especulativo
2008/IV	58.729	290.160	288.183	141.917	Especulativo
2009/I	40.378	259.219	257.648	100.591	Especulativo
2009/II	46.995	260.694	263.415	102.731	Especulativo
2009/III	50.740	271.479	275.807	115.739	Especulativo
2009/IV	51.436	293.568	293.414	142.890	Especulativo
2010/I	48.563	297.937	306.625	151.176	Especulativo
2010/II	58.513	318.209	325.026	169.286	Especulativo
2010/III	65.181	337.153	343.848	191.616	Especulativo
2010/IV	68.664	377.593	387.670	218.260	Especulativo
2011/I	62.996	373.779	392.755	233.536	Especulativo
2011/II	79.245	423.663	442.153	248.407	Especulativo
2011/III	83.917	448.076	463.401	249.996	Especulativo
2011/IV	78.844	452.408	458.176	243.235	Especulativo
2012/I	68.101	438.764	445.375	223.541	Especulativo
2012/II	76.497	460.728	462.605	234.131	Especulativo
2012/III	74.817	469.376	471.010	226.126	Especulativo
2012/IV	73.917	478.584	483.876	244.823	Especulativo

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil (vários anos).

Nota: Receita 1 = X + Rj + Ros;

Receita 2 = Receita 1 + Re + Id;

Receita 3 = Receita 2 + Eml;

Gastos totais = M + Dj + Dos + A + CCP + PLA