


unesp  **UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA**
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
Faculdade de Ciências e Letras
Campus de Araraquara - SP

VICTOR HUGO ROCHA SARTO

CRISES CAMBIAIS E FRAGILIDADE
FINANCEIRA EXTERNA: uma interpretação
minskyana aplicada à economia brasileira entre 1999 e 2013



ARARAQUARA – S.P.
2014

VICTOR HUGO ROCHA SARTO

**CRISES CAMBIAIS E FRAGILIDADE
FINANCEIRA EXTERNA: uma interpretação
minskyana aplicada à economia brasileira entre 1999 e 2013**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências e Letras – UNESP/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Linha de pesquisa: Economia Internacional

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Luciana Togeiro de Almeida

Bolsa: Pró-Reitoria de Pós-Graduação da UNESP (PROPG)

Sarto, Victor Hugo Rocha

Crises cambiais e fragilidade financeira externa : uma interpretação
minskyana aplicada à economia brasileira entre 1999 e 2013 / Victor Hugo
Rocha Sarto – 2014

89 f. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual
Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, Faculdade de Ciências e Letras
(Campus de Araraquara)

Orientador: Luciana Togeiro de Almeida

1. Brasil -- Condições econômicas. 2. Balanço de pagamentos.
3. Problema cambial. 4. Minsky, Hyman P., 1919-. I. Título.

VICTOR HUGO ROCHA SARTO

**CRISES CAMBIAIS E FRAGILIDADE
FINANCEIRA EXTERNA: uma interpretação
minskyana aplicada à economia brasileira entre 1999 e 2013**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências e Letras – UNESP/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Linha de pesquisa: Economia Internacional
Orientadora: Prof.^a Dr.^a Luciana Togeiro de Almeida
Bolsa: Pró-Reitoria de Pós-Graduação da UNESP (PROPG)

Data da defesa: 01/10/2014

MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:

Presidente e Orientador: Prof.^a Dr.^a Luciana Togeiro de Almeida
Universidade Estadual Paulista – UNESP/Araraquara.

Membro Titular: Prof. Dr. Mario Luiz Possas
Universidade Estadual Paulista – UNESP/Araraquara.

Membro Titular: Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula
Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ/Rio de Janeiro.

Local: Universidade Estadual Paulista
Faculdade de Ciências e Letras
UNESP – Campus de Araraquara

Aos meus pais, pelo amor incondicional.

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação representa uma grande conquista pessoal e profissional, alcançada através de um processo árduo de formação acadêmica. Ao longo desta trajetória de mais de dois anos, foi imprescindível para a superação dos desafios que me foram impostos o apoio de algumas pessoas que me estimularam a seguir em frente e sem as quais esta pesquisa não seria concluída. A estas pessoas devo meus sinceros agradecimentos:

Aos meus pais e familiares, pelo amor e apoio incondicionais durante toda a minha vida.

À professora Luciana Togeiro de Almeida, cujas aulas, o exemplo de dedicação aos alunos e à universidade e o precioso trabalho de orientação foram fundamentais para o meu desenvolvimento acadêmico e pessoal e para os resultados obtidos nesta dissertação.

Ao professor Mario Luiz Possas, pelos valiosos momentos de debate sobre meu tema de pesquisa e pelas importantes correções, críticas, elogios e sugestões realizadas desde o seminário de projetos até o exame geral de qualificação e a defesa desta dissertação.

Ao professor Mário Augusto Bertella, pelos ensinamentos durante as aulas e pelos caminhos para o prosseguimento desta pesquisa indicados durante o exame geral de qualificação.

Ao professor Luiz Fernando Rodrigues de Paula, cujos trabalhos inspiraram e fundamentaram boa parte desta pesquisa, pelas importantes correções, críticas, elogios e sugestões realizadas durante a defesa desta dissertação.

Aos professores Albério Neves Filho e Paula Regina de Jesus Pinsetta Pavarina, cujos ensinamentos e orientações foram fundamentais para minha iniciação nos estudos das ciências econômicas e para meu ingresso no mestrado.

Aos professores da Faculdade de Ciências e Letras de Araraquara, da Faculdade de Ciências Humanas e Sociais de Franca e à instituição UNESP como um todo, pela minha formação acadêmica.

Aos amigos Danilo Roberto da Costa, Renato Aurélio Mainente e Vinicius Craneck Gagliardo, os quais me incentivaram e ajudaram a prosseguir com minha formação acadêmica no mestrado.

Aos amigos Vinicius Rena Pereira, Thais Diniz Oliveira, Rondineli Santos de Caldas e Thiago Luis Alves Maia, pelo companheirismo e ensinamentos durante os anos de mestrado.

A todos os amigos e companheiros de mestrado, pelo importante aprendizado que a convivência acadêmica com cada um de vocês pode me proporcionar.

À Pró-Reitoria de Pós Graduação (PROPG) da UNESP, pelo apoio no desenvolvimento desta pesquisa.

“A key to understanding the behavior of a capitalist economy is the precise statement of the payments required by the liability structure and how cash to meet such commitments is generated.”

Hyman P. Minsky (1982b, p. 19)

RESUMO

Este trabalho possui dois objetivos centrais. O primeiro é elaborar uma interpretação baseada na hipótese de fragilidade financeira de Minsky sobre o processo gerador de crises cambiais e seus determinantes. Para isso, as ideias desse autor são adaptadas a uma economia aberta. Propõe-se que a deterioração da estrutura financeira externa de uma economia constitui o fator responsável por elevar seu grau de fragilidade externa e sua suscetibilidade a crises cambiais. A partir desta interpretação, são construídos indicadores de fragilidade externa visando mensurar a propensão de uma economia sofrer uma crise cambial. O segundo objetivo deste estudo é avaliar a evolução da fragilidade externa da economia brasileira entre 1999 e 2013. Esta tarefa é realizada pela aplicação dos indicadores e da interpretação desenvolvidos na primeira parte do trabalho ao referido país. Os resultados sugerem que a fragilidade externa brasileira sofreu uma gradual e significativa redução durante o recorte temporal estudado.

Palavras-chave: Minsky, crises cambiais, fragilidade financeira externa, balanço de pagamentos, passivos e ativos externos, economia brasileira.

ABSTRACT

This work has two objectives. The first one is to develop an interpretation founded on Minsky's financial instability hypothesis about the currency crisis generated process and your determinants. In order to achieve this goal, the ideas of this author are adapted to an open economy. We propose that the deterioration of the economy's external financial structure is the reason responsible for your external fragility enhancing and for the increase of his crisis susceptibility. Using this approach, we create external fragility indexes intending to measure and classify an economy's crisis susceptibility. Our second objective is to evaluate the Brazilian external fragility between 1999 and 2013. This assignment is realized by the appliance of the index and the interpretation previously developed in the mentioned country. The results suggest that Brazilian's external fragility suffered a gradual and significant decrease during the studied period.

Keywords: Minsky, currency crisis, external financial fragility, balance of payments, external assets and liabilities, Brazilian economy.

LISTA DE ABREVIATURAS

BCB	Banco Central do Brasil
BP	Balanço de Pagamentos
CA	Transações Correntes
CP	Curto Prazo
LP	Longo Prazo
FMI	Fundo Monetário Internacional
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IEC	Investimento Estrangeiro em Carteira
IED	Investimento Estrangeiro Direto
IFE	Índice de Fragilidade Externa
NFD	Passivo Externo Líquido
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OIE	Outros Investimentos Estrangeiros
PEB	Passivo Externo Bruto
PIB	Produto Interno Bruto
PII	Posição Internacional de Investimento

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	01
2. A HIPÓTESE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY E O SETOR EXTERNO DAS ECONOMIAS NACIONAIS	06
2.1 A Hipótese de Fragilidade Financeira de Minsky: Conceitos Básicos.....	07
2.2 A Hipótese de Fragilidade Financeira em Economias Abertas: A Fragilidade Financeira Externa	14
<i>2.2.1 A Fragilidade Financeira Externa Operacional: Transações Correntes e o Passivo Externo Líquido</i>	<i>23</i>
<i>2.2.2 A Fragilidade Financeira Externa Estrutural: Qualidade do Financiamento Estrangeiro e a Composição da Estrutura Financeira Externa</i>	<i>26</i>
3. A HIPÓTESE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA E O SETOR EXTERNO DA ECONOMIA BRASILEIRA: UMA INTERPRETAÇÃO MINSKYANA DO PERÍODO 1999-2013	33
3.1 O Setor Externo da Economia Brasileira: Contextualização do Período, Resultados do Balanço de Pagamentos e Indicadores Tradicionais de Endividamento Externo ..	33
3.2 A Fragilidade Financeira Externa da Economia Brasileira: Aplicação dos Indicadores Minskyanos	41
<i>3.2.1 A Fragilidade Financeira Externa Operacional</i>	<i>41</i>
<i>3.2.2 A Fragilidade Financeira Externa Estrutural.....</i>	<i>48</i>
<i>3.2.3 A Fragilidade Financeira Externa: Avaliação Conjunta das Fragilidades Operacional e Estrutural e da Instabilidade do Balanço de Pagamentos</i>	<i>56</i>
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	61
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	63
APÊNDICES	70
APÊNDICE A – Tabela 10: Dados Utilizados para o Cálculo das Medidas de Fragilidade Financeira Externa Operacionais – US\$ Milhões.....	71
APÊNDICE B – Tabela 11: Dados Utilizados para o Cálculo da Medida de Fragilidade Financeira Externa Estrutural – US\$ Milhões	73
APÊNDICE C – Tabela 12: Dados Utilizados para o Cálculo do IFE - US\$ Milhões	75
APÊNDICE D – Tabela 13: Dados Utilizados para o Cálculo do IFE Corrente.....	77

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos trinta anos, as crises cambiais têm se tornado um fenômeno cada vez mais frequente em nações desenvolvidas e emergentes, com efeitos que vêm adquirindo maior poder de gerar danos sobre os sistemas financeiro e produtivo das mesmas, além de um crescente potencial de contágio sobre a economia global (ARESTIS; PAULA, 2008; GRIFFITH-JONES; OCAMPO; STIGLITZ, 2010).

Em geral, os estudos de orientação marxista e keynesiana compreendem este fato estilizado na literatura econômica como o resultado do processo de eliminação das restrições à livre movimentação de capitais, iniciada nos anos 1970, tanto nos planos domésticos como no sistema internacional (CHESNAIS, 1998; KREGEL, 2010; DAVIDSON, 2011).

Durante o regime de Bretton Woods¹, o sistema internacional era organizado de modo a compelir os países a manterem suas contas externas equilibradas. A imposição da paridade do dólar para a conversibilidade das transações correntes (CA) significava que seus déficits estavam restritos pela dimensão de suas reservas cambiais. Mediante reservas insuficientes em relação às obrigações externas, instituições multilaterais forneciam empréstimos ao país deficitário sob a condição de que o mesmo adotasse um conjunto de medidas² para eliminar os desequilíbrios e gerar receitas para o pagamento das dívidas e a recomposição das reservas.

Com efeito, a dependência em relação aos recursos destas instituições e a necessidade de se submeter aos ajustes rigorosos para assegurar o seu recebimento garantiam um sistema em que o endividamento externo dos países era mantido em níveis reduzidos, numa realidade onde os empréstimos privados eram controlados e pouco representativos (KREGEL, 2010).

O término do acordo de Bretton Woods marcou o fim da regulação do sistema financeiro internacional e da hegemonia das instituições multilaterais como provedoras globais de liquidez. Desde então, os mercados financeiros privados se tornaram as principais fontes de recursos às nações endividadadas. A ausência de condições arbitrárias para o acesso aos capitais externos viabilizou maiores déficits em CA, sustentados de forma prolongada de acordo com a disposição dos credores em continuarem emprestando. Assim, mediante oferta abundante destes recursos, o ajuste de CA pode ser indefinidamente adiado, pelo acúmulo de obrigações externas, cujo limite é conhecido apenas com a eclosão das crises cambiais (ibid.).

¹ O Acordo de Bretton Woods foi firmado em 1944 e instituiu uma série de regras para um novo sistema monetário internacional no pós-II Guerra, em especial o regime de câmbio fixo. O fim deste regime ocorreu em princípios dos anos 1970.

² Dentre estas medidas estavam: o aperto monetário e fiscal, com o intuito de reduzir a renda e os gastos domésticos a níveis suficientes para gerar uma queda das importações em relação às exportações; e, no limite, pequenas e controladas desvalorizações cambiais (KREGEL, 2004a; 2004b; 2010).

A construção do novo sistema desregulado tem por base a ideia de que maiores ganhos de eficiência poderiam ser auferidos pela livre alocação de capitais orientados pelas melhores oportunidades de lucro disponíveis ao redor do mundo. Estes fluxos privados propiciariam às economias com as melhores relações entre retorno e risco o maior acesso à poupança externa, compreendida como condição prévia ao incremento do investimento, resultando na aceleração do crescimento e do nível de bem-estar doméstico (OBSTFELD; TAYLOR, 2004).

Tal concepção orienta a nova estratégia de desenvolvimento que se tornou dominante entre as economias, pautada na abertura e desregulação comercial e financeira e na construção de um ambiente pró-mercado, visando promover a eficiência dos sistemas produtivo e financeiro e melhorar a gestão macroeconômica (KOSE et al., 2006). Diante destas reformas, o ingresso de capitais externos deixa de ser explicado somente pela necessidade de financiar desequilíbrios no balanço de pagamentos (BP), constituindo parte cada vez mais essencial do planejamento de governos e das estratégias de investidores domésticos e internacionais.

Estas transformações resultaram no crescimento sem precedentes da participação dos fluxos internacionais privados na composição das contas externas dos países, em especial daqueles deficitários em CA, que experimentaram expansão exacerbada de seu passivo externo. Aliado a isto, observou-se o movimento de deterioração da composição destes passivos, explicado, em boa parte, pela tendência ao crescimento das operações especulativas e ao encurtamento geral dos prazos das aplicações e estratégias de empresas financeiras e não financeiras a nível global nas últimas décadas (CORREA; MOLLO; BIAGE, 2008).

As novas características do sistema financeiro internacional e das economias criaram e legitimaram as condições para os crescentes desequilíbrios do BP e o acúmulo descontrolado de passivos externos sustentados por financiamentos estrangeiros (KREGEL, 2004a; 2010). Economias cada vez mais abertas, dependentes dos capitais externos e suscetíveis aos seus movimentos, se tornaram, assim, mais propensas e vulneráveis às crises cambiais.

Por estas razões, os estudos dedicados a mensurar a propensão das economias a sofrerem crises cambiais, isto é, sobre seu grau de fragilidade externa, vêm conquistando especial relevância na literatura, principalmente após o advento da crise de 2008, a mais grave crise financeira global dos últimos setenta e cinco anos (MALAN, 2009).

No Brasil, o debate sobre a fragilidade externa nacional se divide, em geral, em duas linhas antagônicas, que consideram indicadores distintos para fundamentar suas conclusões.

Por um lado, figuram argumentos em defesa da proposição de que a economia brasileira vem adquirindo ao longo da última década uma maior resistência a crises cambiais. Este processo seria o resultado das reformas estruturais e macroeconômicas adotadas desde

1994, de uma adequada gestão da política macroeconômica e de uma inserção externa de qualidade diante de uma economia global cuja nova configuração é favorável ao país³.

Estes fatores tornaram as contas externas mais sólidas, especialmente via comércio exterior de *commodities* e melhor acesso aos financiamentos externos, com o elevado influxo de investimentos de longo prazo atraídos pelo dinamismo doméstico, solidez macroeconômica e credibilidade do país conquistada junto aos mercados internacionais (BARROS, 2008a; 2008b; FRANCO, 2008; LACERDA, 2009; COUTINHO, 2010; BCB, 2013a).

Em geral, os defensores desta proposição apoiam seus argumentos na combinação de três evidências: a melhora dos indicadores tradicionais de endividamento externo desde 1999; o movimento de queda acentuada do risco-Brasil a partir de 2003 e a obtenção do *rating* grau de investimento pelas agências internacionais desde 2008; e a capacidade inédita demonstrada pelo país de resistência às turbulências geradas pela crise internacional de 2008, em que a economia experimentou retração modesta no produto interno bruto (PIB) em 2009, com rápida recuperação em 2010 (PRATES; CUNHA, LÉLIS, 2011; BCB, 2013a; 2013b).

A segunda linha de estudo defende que o país apresenta elevada fragilidade externa, acentuada nas últimas décadas pelo processo de abertura. Por esta visão, as evidências supracitadas são insuficientes, por refletirem apenas a melhora da situação externa conjuntural da economia, desconsiderando sua faceta mais relevante, sua fragilidade externa estrutural. Esta traduz a capacidade de resistência de longo prazo do país, expressa por especificidades como estrutura produtiva⁴, padrão de comércio exterior, eficiência sistêmica, dinamismo tecnológico e robustez financeira e institucional (FILGUEIRAS et al., 2010; CARNEIRO, 2010; CARCANHOLO, 2010; GENTIL; ARAÚJO, 2012; GONÇALVES, 2012).

De acordo com esta linha de argumentação, o conjunto destas características estruturais, no caso brasileiro, produz um padrão de inserção externa deficiente que se manifesta de três formas. Primeiro, pela tendência aos déficits em CA e à expansão do passivo externo líquido. Segundo, pela deterioração da composição do passivo externo, através do aumento da participação dos capitais de curto prazo e de elevada liquidez, os quais podem ser rapidamente convertidos em dólares e remetidos ao exterior. E terceiro, em decorrência das anteriores, pela alta volatilidade das taxas de câmbio e juros domésticas. Para seus defensores,

³ Sobre a nova configuração da economia internacional favorável ao país, ver Barros (2008b).

⁴ Os modelos de crescimento com restrição no BP desenvolvidos a partir de Thirlwall (1979) têm conquistado destaque na literatura nacional e internacional ao relacionar problemas estruturais produtivos domésticos ao setor externo das economias. Segundo estes estudos, deficiências na estrutura produtiva de um país são responsáveis por originar desequilíbrios persistentes em seu BP. Ao determinarem as elasticidades-renda da demanda por importações e exportações, tais deficiências condicionam o desempenho da balança comercial e, por conseguinte, das transações correntes. Sobre esta linha de pesquisa, ver Busato (2012) e Soares (2012).

a crise de 2008 deixou evidente a elevada fragilidade externa brasileira, diante da clara manifestação destes três conjuntos de fatores após o seu advento (GONÇALVES, 2012).

Este trabalho objetiva contribuir para a literatura teórica sobre crises cambiais e para o debate empírico sobre a evolução recente da fragilidade externa brasileira de duas formas.

Primeiro, elabora-se uma interpretação baseada na hipótese de fragilidade financeira de Minsky (2010) sobre o processo gerador destas crises e seus determinantes. Para cumprir este objetivo, as ideias desse autor, formuladas para uma economia fechada, e seus elementos centrais, quais sejam, o sistema financeiro nacional sofisticado, as unidades econômicas que nele atuam e suas respectivas estruturas financeiras, são transpostos para a realidade da economia internacional, pela avaliação do sistema financeiro internacional nos moldes minskyanos, dos países como unidades econômicas, e do BP e os passivos e ativos externos como os componentes de sua estrutura financeira externa. Propõe-se que a deterioração desta última constitui o fator responsável por elevar o grau de fragilidade externa de um país e sua suscetibilidade a crises cambiais ao afetar as condições de financiamento internacionais disponíveis ao mesmo para o cumprimento de seus compromissos com não residentes.

Baseando-se nesta interpretação, são construídos indicadores de fragilidade externa visando mensurar a propensão de uma economia sofrer uma crise cambial. Estas medidas abrangem, inicialmente de forma conjunta e posteriormente de modo individual, características conjunturais e de curto prazo do setor externo de um país, compreendidas nos resultados de seu BP, aspectos estruturais e de longo prazo do mesmo, manifestados na composição de seus passivos e ativos externos, além da relação destes fluxos e estoques com as margens de segurança nacionais. A partir destas medidas foram definidos critérios para a classificação de uma economia em três possíveis regimes de financiamento, *hedge*, especulativo e *Ponzi*, em que o nível de fragilidade tende a aumentar no segundo e mais ainda no terceiro regime. Um dos principais indicadores de fragilidade foi desenvolvido pelo autor desta dissertação, enquanto os demais foram adaptados aos nossos propósitos a partir de estudos anteriores.

O segundo objetivo deste trabalho é avaliar a evolução recente da fragilidade externa da economia brasileira. Esta tarefa será realizada pela aplicação dos indicadores de fragilidade externa e da interpretação minskyana previamente desenvolvidos ao referido país.

A construção destas medidas é realizada a partir de informações sobre o BP, os estoques de passivos e ativos externos, além de dados sobre o PIB, disponibilizados pelo Banco Central do Brasil (BCB) e pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Definiu-se como o recorte temporal da análise empírica aquele compreendido entre 1999 e 2013, o qual foi dividido em três períodos, 1999-2002, 2003-2007 e 2008-2013,

conforme critérios sobre distintos padrões de comportamento das contas externas brasileiras em cada um deles. Como as informações sobre a composição dos estoques de passivos e ativos externos da economia estão disponíveis apenas a partir de 2001, algumas das medidas de fragilidade externa construídas neste trabalho são apresentadas desde este último ano.

Esta dissertação está estruturada em outras duas seções, além desta introdução e das considerações finais. A seção 2 é dedicada ao estudo teórico proposto em nosso primeiro objetivo. A subseção 2.1 apresenta os conceitos fundamentais da hipótese de fragilidade financeira, tal como originalmente trabalhados e propostos por Minsky (2010), que servem de base aos argumentos subsequentes. Na subseção 2.2, é descrito o conceito de fragilidade financeira externa, desenvolvida a interpretação sobre o processo gerador de crises cambiais e seus determinantes em economias abertas e, a partir desta última, construídos os dois indicadores de fragilidade externa mais abrangentes. As subseções seguintes aprofundam a interpretação anterior pela análise individual e elaboração de medidas específicas para identificar a fragilidade decorrente, de um lado, dos resultados operacionais do BP de um país (2.2.1) e, de outro, de mudanças na composição de seus passivos e ativos externos (2.2.2).

A seção 3 é dedicada ao estudo empírico proposto em nosso segundo objetivo. A subseção 3.1 apresenta as principais características da economia brasileira, o comportamento das contas de seu BP e seus indicadores tradicionais de endividamento externo entre 1999 e 2013, contextualização que busca, além de apresentar o objeto de análise, justificar a divisão do recorte em três períodos e ilustrar as medidas mais comuns sobre a vulnerabilidade externa do país. Na subseção 3.2 são aplicados os indicadores de fragilidade externa que avaliam os resultados operacionais do BP (3.2.1), a composição dos ativos e passivos externos (3.2.2) e aqueles de maior abrangência que reúnem as duas medidas anteriores (3.2.3).

Por fim, nas considerações finais, são sintetizados os principais resultados obtidos pelo trabalho e realizados comentários sobre a relevância destas contribuições.

2. A HIPÓTESE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY E O SETOR EXTERNO DAS ECONOMIAS NACIONAIS

Esta seção é dedicada ao cumprimento do primeiro objetivo proposto por este trabalho, qual seja, desenvolver uma interpretação baseada na hipótese de fragilidade financeira de Minsky (2010) sobre o processo gerador de crises cambiais e seus determinantes em economias abertas e, a partir da mesma, construir indicadores de fragilidade externa para mensurar a propensão de uma economia sofrer uma crise cambial.

A subseção 2.1 apresenta a hipótese de fragilidade financeira de Minsky (2010) originalmente desenvolvida para uma economia fechada. Os conceitos explorados nesta parte do trabalho servem de base para a argumentação desenvolvida nas demais subseções.

A subseção 2.2 possui três objetivos. Primeiro, desenvolver o conceito de fragilidade financeira externa, justificando sua importância para o estudo do setor externo de economias abertas. Segundo, elaborar a interpretação minskyana sobre o processo gerador de crises cambiais no BP de um país e seus determinantes, a qual constitui uma das contribuições originais formuladas pelo autor desta dissertação. E terceiro, apresentar dois índices gerais de fragilidade externa capazes de mensurar a propensão de um país sofrer uma crise cambial.

As subseções 2.2.1 e 2.2.2 aprofundam a interpretação anterior pela análise individual e elaboração de medidas específicas para identificar a fragilidade externa decorrente, de um lado, dos resultados operacionais do BP de uma economia (2.2.1) e, de outro, da composição de seus passivos e ativos externos (2.2.2). A preocupação em avaliar individualmente e a partir de uma interpretação minskyana estas duas formas de manifestação da fragilidade externa de uma economia constitui outra contribuição original deste trabalho.

A primeira forma de manifestação da fragilidade, denominada pelo autor desta dissertação como fragilidade financeira externa operacional, é avaliada através dos resultados dos fluxos de CA, os quais determinam a variação do passivo externo líquido da economia, e pela relação deste passivo com as margens de segurança disponíveis por seu setor externo. Por sua vez, a segunda forma de fragilidade, denominada pelo autor desta dissertação como fragilidade financeira externa estrutural, é avaliada a partir de uma medida de fragilidade que relaciona os passivos e ativos de elevada liquidez, outra contribuição original deste trabalho.

2.1 A Hipótese de Fragilidade Financeira de Minsky: Conceitos Básicos

A obra de Hyman Minsky (1919-1996) é considerada uma das maiores contribuições em teoria monetária e financeira do século XX. Dymski e Pollin (1992) afirmam que os trabalhos deste autor baseiam-se num princípio organizador denominado paradigma de *Wall Street*. Basicamente, este paradigma sustenta a onipresença e a centralidade dos fenômenos monetários e financeiros⁵ na interpretação das formas de funcionamento das economias capitalistas financeiramente sofisticadas, isto é, economias “[...] com dois níveis de preços, um complexo de instituições financeiras e múltiplas ligações entre os mercados financeiros, de trabalho e de produtos e os fluxos de renda [...]” (MINSKY, 1994, p. 22).

Este trabalho analisa o programa de pesquisa da hipótese de fragilidade financeira, um esforço de interpretação sobre a instabilidade financeira capitalista, que recupera o pensamento de Keynes (1964) no que se refere à integração da economia real com o sistema financeiro. Em sua hipótese, Minsky (1994, p. 21) defende duas proposições centrais:

1^a) Uma economia capitalista que opere sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, apresenta períodos de estabilidade e períodos de comportamento turbulento e até mesmo caótico. A busca de realização de interesses próprios pelas diversas unidades (operacionais e financeiras) que constituem uma economia capitalista leva, ao longo do tempo, à emergência de condições propícias ao comportamento turbulento e caótico da economia mesmo partindo-se de situações que previamente tenham favorecido uma trajetória estável. 2^a) Portanto, períodos de estabilidade e episódios de comportamento econômico turbulento e caótico são fenômenos endógenos às economias capitalistas.

As propriedades cíclicas fundamentais de uma economia capitalista sofisticada são determinadas por relações entre lucros, preços de bens de capital, condições do mercado financeiro e investimentos. Os lucros motivam e recompensam os negócios, funcionando para validar os contratos financeiros firmados no passado e as despesas gerais da unidade, bem como induzir e parcialmente financiar novos investimentos e possibilitar que novos títulos financeiros sejam aceitos. Assim, lucros presentes e esperados validam a estrutura financeira da economia, condição necessária para seu funcionamento normal (MINSKY, 2010).

Por sua vez, os lucros de hoje dependem dos investimentos de hoje. É o ritmo dos investimentos de hoje o fator responsável por determinar as receitas disponíveis para o cumprimento dos contratos financeiros. O processo de investimento capitalista é viabilizado pelo alinhamento conveniente de dois conjuntos de preços:

⁵ Nas palavras de Arestis e Sawyer (2000, p. 415), “*He [Minsky] holds that the apt theory for a capitalist economy has to reflect a ‘Wall Street’ situation where the paradigmatic events are negotiations in board rooms among bankers and businessmen that deal with financing investment and positions in capital assets.*”.

O investimento depende do que é financiado, o que, por sua vez, depende de um excesso do preço de demanda por investimento em relação ao preço de oferta da produção de bens de investimento. O preço de demanda por investimento é obtido a partir do mercado de ativos de capital. Este preço de mercado para os ativos de capital depende de relações que Keynes identificou sob a denominação de preferência pela liquidez, uma das quais é a estrutura de obrigações financeiras 'aceitável' para o financiamento de posições em ativos de capital. Quanto mais frouxas as limitações de fluxos de caixa embutidas nos balanços, considerando tudo o mais constante, tanto mais alto será o preço dos ativos de capital. O preço de oferta de produção de bens de investimento inclui custos financeiros durante os períodos de gestação e a margem de segurança dos banqueiros ao financiarem esses produtos (MINSKY, 1982b apud MOLLO, 1988, p. 102-103).

O comportamento cíclico da economia resulta do movimento destes dois níveis de preços, cujo alinhamento conveniente, que assegure uma oferta apropriada de investimentos, requer que os fluxos de lucro realizados e esperados sejam altos o suficiente para que os preços dos bens de capital excedam os de oferta na produção de bens de investimento.

De acordo com Mollo (1988), a preocupação fundamental de Minsky sobre as possibilidades da não ocorrência do alinhamento conveniente destes dois conjuntos de preços advém dos efeitos das condições financeiras sobre este processo (MINSKY, 1994, p. 22):

Existem duas interfaces entre o financiamento e o processo de inversão: os mercados financeiros participam da determinação do nível de preços dos ativos de capital e da alavancagem de fundos internos tanto para o investimento quanto para a manutenção de ativos em portfólios.

O produto do investimento deve ser financiado enquanto é produzido, assim como deve ser financiada a propriedade de bens de capital. Por conseguinte, os meios de financiamento afetam os dois conjuntos de preços, sendo suas condições determinantes críticos do comportamento do sistema. A existência de meios de financiamento suficientes é, portanto, condição básica ao bom funcionamento da economia (MINSKY, 2010).

As condições de financiamento são endógenas à economia, sendo as inovações financeiras um componente fundamental para sua determinação. Estas últimas resultam das oportunidades de lucro que levam banqueiros e homens de negócio a especularem sobre os fluxos de caixa e as condições do mercado financeiro futuro. O crescimento endógeno da oferta de moeda e dos ativos líquidos por meios destas inovações permite o financiamento adicional da demanda por investimento, viabilizando o direcionamento de uma economia com expectativas de crescimento eufóricas a um *boom* nos investimentos (ibid.).

Todavia, há uma tendência endógena à emergência de condições propícias ao comportamento instável dos agentes em economias sofisticadas, processo que conduz seu sistema financeiro à fragilização. Minsky (2010) desenvolve o conceito de fragilidade financeira como uma medida da capacidade de uma economia enfrentar choques nas

condições de financiamento sem que haja uma desarticulação generalizada dos fluxos de pagamentos entre os agentes (PAULA; ALVES JR, 1999). Esta definição advém da noção de fragilidade como o resultado do conjunto das características das estruturas financeiras das unidades econômicas⁶ que compõem uma economia, genericamente definidas como:

According to Minsky every economic unit is characterized by a set of features inherited from the past possessing significant degrees of rigidity. This inheritance may be summed up as consisting on the one hand of the stocks of physical, financial and immaterial capital, and on the other side of contractual obligations, among which a given debt structure. The various forms of capital are the source of future expected incomes (here considered net of the costs necessary to sustain the position), while the debt is the source of financial outflows (TONVERONACHI, 2006, p. 24).

As unidades econômicas são classificadas de acordo com o grau de prudência da composição de suas formas de capital em relação às suas formas de endividamento, considerando critérios de liquidez, solvência e suas margens de segurança.

A estrutura financeira de uma unidade é consequência dos resultados de seu fluxo de caixa historicamente acumulados, o qual pode ser expresso pela seguinte equação (ibid.):

$$Y_{ni} + Y_{fi} + \Delta L_{i-1} \leq r_i D_{i-1} + MD_i \quad i = 1, \dots, n \quad (1)$$

onde, Y_n é a receita operacional líquida (*quasi-rents*)⁷; Y_f são os retornos líquidos provenientes da posse de ativos financeiros; L são os ativos líquidos que são mantidos em excesso de suas operações normais⁸; r é a taxa de juros média que incide sobre o endividamento D ; e MD são as despesas com pagamentos de amortizações de D .

Os valores obtidos na equação (1) a cada período decorrem da combinação entre planejamento e expectativa, à medida que as unidades econômicas operam por meio do sistema dinheiro-hoje/dinheiro-amanhã. O dinheiro-hoje, obtido para financiar a aquisição de bens ou atividades, deve ser validado pelos rendimentos futuros que se espera que a posse destes bens produza, o que, por sua vez, depende do desempenho da unidade e da economia. Assim, sempre que a receita operacional e os retornos líquidos da posse de ativos superam as despesas com juros e amortizações do endividamento assumido, a unidade se encontra em posição líquida, apresentando superávits e acúmulo de novos ativos. Quando o oposto ocorre,

⁶ Por unidades econômicas domésticas compreende-se todo e qualquer agente doméstico, público e privado, envolvido em relações econômico-financeiras no mercado nacional. Basicamente famílias, firmas e governos.

⁷ “*Quasi-rents* são a diferença entre a receita total proveniente da venda da produção com a ajuda de bens de capital e despesas deficitárias em andamento, ou custos tecnicamente determinados associados à produção; trata-se de um conceito de lucros brutos.” (MINSKY, 2010, p. 254).

⁸ Como reconhece Minsky (2008), a posse destes ativos funciona como um “seguro” contra o comportamento inapropriado da economia, ou seja, para os casos em que os fluxos de caixa provenientes da operação da unidade ou de sua habilidade em levantar recursos através das transações financeiras são insuficientes para quitar suas obrigações correntes.

a situação de iliquidez exige a venda, no valor correspondente, de estoques de ativos previamente acumulados ou a aquisição de novos empréstimos junto ao mercado financeiro.

A capacidade de uma unidade sustentar sua estrutura financeira a cada período é definida por sua posição de solvência, expressa pela equação (2) (ibid.):

$$NC_i = K_i Y + L_i - K_i D \quad (2)$$

onde NC é o valor líquido das formas de capital; KY é o valor presente dos ganhos totais líquidos esperados (*quasi-rents*); L é o valor residual líquido dos ativos; e KD é o valor presente das formas de endividamento.

A unidade se encontra em posição solvente enquanto NC for positivo, situação que depende dos termos de financiamento oferecidos pelos mercados, os quais, por sua vez, variam conforme o retorno esperado sobre os ativos desta unidade. Segundo Minsky (2010, p. 284), “[...] a lucratividade prospectiva no colecionamento de bens de capital sob o controle de uma empresa é crítica na especificação de investimentos, pois determina se uma produção e posse de bens de capital são financiáveis.”. Os ativos de capital são valiosos porque geram lucros. Então, seu preço de mercado e o interesse dos agentes em adquiri-lo, viabilizando o financiamento e posição de solvência de uma unidade, refletem as expectativas presentes sobre os lucros futuros e o modo como estes lucros são transformados em valores presentes. Neste sentido, uma unidade se torna insolvente quando sua estrutura não pode ser financiada nem por recursos internos e nem por empréstimos externos, dada a indisposição dos mercados em financiar estruturas cuja lucratividade prospectiva, custos e riscos associados produzem a expectativa de não recebimento dos retornos esperados sobre os valores nela aplicados.

A situação supracitada resulta em uma crise de fluxos de caixa na unidade e constitui elemento-chave para a compreensão do processo desencadeador da instabilidade financeira em economias capitalistas sofisticadas⁹.

As características das estruturas financeiras das unidades, definidoras de sua condição de liquidez e solvência, dependem dos regimes financeiros por elas adotados. A taxonomia minskyana define três tipos de sistemas de financiamento: *hedge*, especulativo e *Ponzi*.

Unidades que utilizam o financiamento *hedge*:

[...] esperam que o fluxo de caixa a partir de operações com os bens de capital (ou a partir da posse de contratos financeiros) seja mais que suficiente para a quitação de compromissos contratuais, hoje e no futuro.

⁹ Nas palavras de Minsky (1982b, p. 13): “[...] *the critical element in explaining why financial instability occurs is the development over historical time of liabilities structures that cannot be validated by market-determined cash flows or asset values.*”.

Consequentemente, uma empresa que use o sistema *hedge* não pode ter um grande volume de dívidas à vista (ibid., p. 287).

Posições *hedge* sujeitam-se a riscos operacionais, mas não financeiros. Dificuldades em honrar suas dívidas decorrem apenas da queda das receitas ou da elevação dos custos em relação ao esperado. Pela equação (1), isso significa que os valores de Y_f , r e L são predeterminados. Os dois primeiros porque os contratos são estabelecidos a taxas de juros fixas e o último porque seu valor independe dos preços dos mercados financeiros. Assim, as margens de segurança são elevadas para garantir a posição de liquidez em todos os períodos.

Unidades que utilizam o financiamento especulativo:

[...] sabem que o fluxo de caixa que vem da operação de bens (ou da posse de contratos financeiros) será menor do que os compromissos de pagamento à vista em alguns períodos tipicamente de curto prazo. Contudo, se os recebimentos em dinheiro e os pagamentos forem separados em receita e retorno dos componentes principais [...], então a entrada esperada excede o pagamento de receita (juros) sobre compromissos já existentes em todos os períodos. As deficiências no fluxo de caixa surgem porque existem compromissos para se pagar à vista sobre o valor principal, que é maior do que as receitas sobre o principal durante o mesmo período (ibid., p. 287).

Posições especulativas sujeitam-se tanto aos riscos operacionais quanto financeiros. Estas unidades esperam que seus recebimentos nos períodos subsequentes à fase inicial de iliquidez excedam suas obrigações adquiridas. Enquanto isso não ocorre, os fundos para quitar dívidas pendentes advêm de refinanciamentos. As condições oferecidas pelos mercados no contrato destas novas dívidas influenciam os pagamentos futuros e, portanto, mudanças inesperadas nas taxas de juros podem transformar a iliquidez em insolvência, dependendo das margens de segurança da unidade. A dimensão destas margens também afeta as condições de financiamento, pois influenciam expectativas de risco e retorno dos projetos de investimento.

Por fim, em unidades que utilizam o financiamento *Ponzi*:

[...] por pelo menos alguns períodos de curto prazo os pagamentos em dinheiro dos rendimentos aos investidores [juros] excedem o recebimento esperado de entrada de novos recursos financeiros. Enquanto nos fluxos de caixa de períodos curtos para as empresas especulativas são tais que os custos financeiros não aumentam as dívidas, nas unidades que usam o sistema *Ponzi* os custos são maiores do que a receita, de modo que a quantidade nominal de dívidas aumenta (ibid., p. 288).

Posições *Ponzi* são as mais vulneráveis às condições dos mercados financeiros, porque precisam refinar suas posições com maior frequência. Mudanças desfavoráveis no padrão de prazos de pagamentos ou nos padrões de créditos oferecidos pelos mercados comprometem mais facilmente a viabilidade deste tipo de arranjo financeiro (ibid.).

Assim, quanto maior a participação das unidades especulativas e *Ponzi* na economia, menor é a disponibilidade de liquidez em relação às suas necessidades operacionais e maior

sua exposição às mudanças nas condições dos mercados financeiros. Por conseguinte, maior é sua fragilidade financeira, no sentido de que mais suscetível a crises se torna sua estrutura.

A evolução das estruturas financeiras em direção à fragilização depende de oportunidades e expectativas de lucro que as induzam a utilizar arranjos financeiros mais arriscados. Os estímulos à adoção dos mesmos emergem em economias com condições favoráveis ao investimento e estruturas financeiras robustas, isto é, dominadas pelo sistema *hedge* e no qual pouco valor é colocado sobre a liquidez, pois esta já existe em abundância. Nestas condições, o padrão dos juros, com taxas de curto prazo inferiores às de longo prazo, produz oportunidades de lucro no financiamento de bens de capital utilizando obrigações líquidas de curto prazo, ou seja, introduzindo arranjos especulativos na economia:

Se os investimentos e déficits governamentais gerarem amplos lucros numa economia com estrutura financeira robusta, taxas de juros de curto prazo sobre instrumentos seguros serão significativamente menores que as geradas pela posse de capitais. Além disso, o pagamento do principal e dos juros sobre dívidas privadas de longo prazo [...] serão baixos comparativamente aos *quasi-rents*. A taxa de juros utilizada na capitalização de uma empresa *hedge* para que essa possa honrar seus compromissos de pagamento será menor do que a taxa de juros usada na capitalização dos *quasi-rents* de um bem de capital. E não é só isso, a taxa de juros sobre obrigações similares a dinheiro e de curto prazo de empresas e instituições financeiras serão menores do que aquelas de longo prazo utilizadas no financiamento de posições de bens de capital no sistema *hedge* (MINSKY, 2010, p. 292).

Esquemas especulativos impulsionam os ganhos de capital, o ritmo de investimento e a expansão da economia. As instituições financeiras, igualmente motivadas pelo otimismo sobre os lucros, reagem a este processo validando as decisões dos agentes de cada vez mais se envolverem nestes esquemas, através da criação de novos meios de financiamento. Estes novos financiamentos, por sua vez, contribuem para o crescimento ainda maior do nível subjetivamente aceitável do endividamento das unidades no processo de investimento, ao impulsionarem os preços dos ativos de capital e as expectativas relacionados aos seus rendimentos futuros. Com efeito, maiores lucros e facilidades financeiras levam ao desenvolvimento de uma economia eufórica, na qual o aumento de financiamento de curto prazo na compra de posições se torna um comportamento cada vez mais comum (*ibid.*).

Como resultado, a economia eufórica desenvolve um *boom* de investimentos que sobrecarrega seu sistema financeiro por regimes especulativos e *Ponzi*. Estes esquemas aumentam a quantidade de investimentos financiados por empréstimos, expandindo a participação da dívida na estrutura financeira das unidades, e impulsionam o mercado de empréstimos baseado na troca de dívida de longo prazo pela de curto prazo no financiamento da posse de ativos e de investimentos em fase de maturação. Em outros termos, bancos e

empresas são induzidos a um endividamento maior a curto prazo diante de expectativas favoráveis sobre as formas como a economia irá se comportar (MINSKY, 1982a; 2010).

A fragilidade se transforma em instabilidade frente ao impacto de mudanças nas taxas de juros que decorrem à medida que o *boom* de investimento se desenvolve. A expansão dos investimentos produz uma demanda acelerada por meios de financiamento frente a uma oferta inelástica, o que provoca a elevação nas taxas de juros de curto e longo prazo. A expansão dos juros reduz as margens entre o valor presente dos *quasi-rents* esperados e os custos de investimento das unidades. Se esta alta se sustentar por tempo suficiente, o valor líquido das formas de capital (NC) se torna negativo e a unidade entra numa posição insolvente (ibid.).

O descasamento entre oferta e demanda por financiamento pode advir do ritmo de expansão da demanda superior ao da oferta. Numa economia fragilizada, o crescimento dos riscos de credores e devedores modificam as expectativas sobre a capacidade dos investimentos gerarem os lucros esperados e, por conseguinte, banqueiros e seus clientes alteram a estrutura de obrigações consideradas aceitáveis para o financiamento de posições em ativos de capital. Assim, incertezas quanto ao futuro da economia levam mercados a restringirem os meios de financiamento e clientes a reterem moeda pela recusa em adquirir ativos de menor liquidez, inviabilizando as práticas financeiras arriscadas¹⁰ (MINSKY, 1982a).

Neste cenário, as unidades veem dissipadas suas capacidades de validar os compromissos assumidos, sendo obrigadas a liquidarem seus bens de capital. Por conseguinte, uma queda generalizada nos valores destes bens passa a inviabilizar novos investimentos e lucros, conduzindo a economia a uma crise financeira e à recessão ou depressão.

Após um período caótico, uma combinação de restrições que se seguem, provenientes de intervenções políticas e de propriedades de auto-organização dos mercados, cria condições que atenuam os processos incoerentes e firma um ambiente propício à emergência de um novo regime de estabilidade (MINSKY, 1994).

¹⁰ Além da reversão das expectativas, Minsky (1982a; 2010) ressalta que políticas monetárias e fiscais contracionistas e/ou regulações restritivas do sistema financeiro também podem ser responsáveis pela contração ou pelo menor ritmo de crescimento da oferta de moeda na economia, provocando o referido descasamento.

2.2 A Hipótese de Fragilidade Financeira em Economias Abertas: A Fragilidade Financeira Externa

As maiores contribuições de Minsky referem-se a estudos sobre economias fechadas, embora o próprio autor considere a importância de interpretações de sua abordagem para economias abertas (ARESTIS; SAWYER, 2000). Com efeito, diversos trabalhos têm buscado utilizar tal abordagem para compreender as causas de crises cambiais, sobretudo, em países em desenvolvimento (GRAY; GRAY, 1994; LOPEZ, 1997; DYMSKI, 1998; PAULA; ALVES JR, 1999; ARESTIS; GLICKMAN, 2002; KREGEL, 2004a, 2004b; TONVERONACHI, 2006; RESENDE; AMADO, 2007). Em geral, estes autores avaliam o sistema financeiro internacional nos moldes minskyanos e tratam os países como unidades econômicas. Investigam também as implicações da abertura comercial e financeira para as unidades que compõem uma economia e as consequências para a sua fragilização. Assim, são criados indicadores visando fornecer explicações sobre o surgimento de crises cambiais.

As relações entre credores e devedores, a formação de suas expectativas e as condições de financiamento às unidades adquirem maior complexidade num ambiente aberto. A condição de solvência de unidades que se relacionam com estrangeiros, sejam elas países ou agentes integrantes de uma economia, não se encontra apenas relacionada à sua capacidade de pagamento dos compromissos assumidos, mas à sua capacidade de gerar divisas externas que permitam este pagamento, problema este que tem um caráter macroeconômico e que transcende a questão da análise da vulnerabilidade do projeto individual (RESENDE; AMADO, 2007). Nestas condições, os credores internacionais observam tanto o fluxo de caixa dos projetos como o que consideram ser a vulnerabilidade externa do país relativa à disponibilidade de moeda forte e, a partir daí, estabelecem sua oferta de recursos e definem o nível de rentabilidade requerida nestes contratos (CORREA; MOLLO; BIAGE, 2008).

Ao adquirirem receitas e obrigações em moeda estrangeira, estas unidades passam a estar vulneráveis a mudanças nas taxas de juros domésticas e internacionais, bem como a variações da taxa de câmbio. Na relação contratual entre residentes e não residentes, o câmbio futuro e a definição da parte que corre o risco cambial são elementos-chave na composição das estruturas financeiras das unidades. O câmbio afeta tais estruturas pelas vias operacional e financeira, com impactos positivos, negativos ou neutros sobre a dimensão das receitas e dos compromissos a serem saldados. O tamanho destes efeitos depende da composição em moeda estrangeira das estruturas financeiras, bem como, no caso de países, do peso relativo das unidades especulativas e *Ponzi* dentro da economia (PAULA; ALVES, JR., 1999).

Numa economia com estrutura robusta, oportunidades de lucro em expansão e queda das perspectivas de risco, o otimismo dos setores produtivos e financeiros deve induzir seus agentes a se engajarem em esquemas de financiamento mais arriscados. Quando esta economia está integrada aos mercados globais, tal otimismo se espalha rapidamente para além das fronteiras nacionais. Na ausência de controles de capitais, os investidores estrangeiros irão voltar suas atenções para a economia doméstica. Com vultosos influxos externos visando oportunidades de lucro, bancos e outros agentes domésticos experimentam um crescimento em seus depósitos, sendo encorajados a ampliar seus empréstimos internacionais. Neste cenário, o preço dos ativos domésticos tende a subir¹¹ e os influxos estrangeiros devem apreciar o câmbio e reduzir os juros. Os bons resultados da economia durante a fase de expansão fortalecem o otimismo dos agentes envolvidos sobre a saúde financeira da mesma e elevam ainda mais o “apetite” dos investidores estrangeiros (ARESTIS; GLICKMAN, 2002).

Outro aspecto fundamental da maior integração das economias aos mercados globais diz respeito à “importação” das inovações financeiras, um condutor-chave para sua fragilização, conforme os proprietários de riqueza estrangeiros busquem novas oportunidades de investimento e as famílias, firmas e bancos locais se interessem cada vez mais por financiamentos externos. Com efeito, estendem-se as oportunidades para as unidades domésticas se engajarem em esquemas especulativos e *Ponzi* (ibid.).

Neste sentido, de acordo com as interpretações minskyanas, o avanço da liberalização financeira amplia as chances de instabilidades e crises nos ambientes domésticos e internacional. Ao intensificar o comportamento especulativo dos agentes, reforçando a euforia dos mercados em períodos de expansão econômica, este processo acelera a fragilização das estruturas financeiras, antecipando o desencadeamento de crises e acentuando seus resultados.

Com efeito, tais características elevam a fragilidade financeira externa da economia, tornando-a mais suscetível a crises cambiais. De maneira análoga ao conceito aplicado à economia fechada, a fragilidade externa é proveniente das estruturas financeiras das unidades domésticas que compõem uma economia aberta e mantêm relações com o exterior¹². Reunidas, estas relações definem a estrutura financeira externa de uma economia.

O BP registra todas as transações de caráter econômico-financeiro realizadas por residentes de um país com residentes dos demais países. Seus resultados são, por um lado, fonte de formação de estoques de capital físico, financeiro e imaterial das unidades

¹¹ Para uma análise minskyana de uma economia aberta que enfatiza os impactos dos fluxos de capitais sobre o preço dos ativos financeiros, ver Dymski (1998).

¹² Por relações econômicas com o exterior compreende-se todo tipo de transação econômico-financeira, pública e privada, realizada por residentes de um país com residentes dos demais países e contabilizada no BP.

domésticas e, por outro, de suas estruturas de endividamento. Isso implica que, em uma economia aberta, as formas de capital e de endividamento destas unidades encontram-se, em alguma medida, determinadas por suas interações com agentes não residentes e denominadas em moeda estrangeira. Os resultados destas interações historicamente acumulados definem a riqueza externa de uma economia pela formação de seus estoques de ativos e passivos externos¹³. Assim, o setor externo de um país pode ser compreendido como uma unidade econômica singular composta pelo conjunto das transações internacionais de seus residentes. O BP representa seu fluxo de caixa e a riqueza externa define sua estrutura financeira.

Como em qualquer unidade, a formação de sua estrutura financeira é influenciada pelas características do sistema econômico no qual a mesma se encontra inserida. Neste caso específico, aspectos e eventuais mudanças conjunturais e estruturais da economia doméstica e do sistema internacional, ao afetarem as relações entre residentes e não residentes, devem se refletir na dimensão e na composição da estrutura financeira externa do país avaliado.

Ao mesmo tempo, as características da estrutura supracitada conferem rigidez ao seu funcionamento, o que interfere diretamente na dinâmica da economia nacional. A riqueza externa líquida de uma economia varia conforme a diferença entre a renda nacional e os gastos domésticos de seus residentes. Uma economia pode poupar parte de sua renda pela aquisição de riqueza externa (ativos) ou ampliar seu nível de gastos com consumo ou investimentos para além de sua renda doméstica com financiamentos estrangeiros, formando compromissos de pagamento a não residentes (passivos). A dimensão e composição dos estoques de ativos e passivos decorrentes determinam o valor líquido da renda nacional drenada ao exterior a cada período para remunerar e amortizar os compromissos assumidos.

O crescimento destas despesas em moeda estrangeira deve ser acompanhado pela expansão equivalente das receitas líquidas ou por novos financiamentos estrangeiros para que os fluxos do BP se mantenham equilibrados. A maior necessidade de recursos em moeda estrangeira para sustentar as contas do BP traz consequências importantes à economia. Amplia-se seu grau de exposição ao comportamento da economia mundial e dos mercados financeiros externos, de modo que seu funcionamento macro e microeconômico passa a estar mais atrelado aos condicionantes destes mercados e aos resultados de suas contas externas.

¹³ Um ativo é qualquer uma das formas pelas quais a riqueza pode ser mantida, por exemplo, dinheiro, ações, fábricas e títulos públicos. O total de ativos domésticos vendidos a estrangeiros constitui o passivo externo bruto do país. E o total de ativos estrangeiros adquiridos por residentes constitui o ativo externo bruto nacional (KRUGMAN; OBSTFELD, 2012). Dito de outra forma, o passivo externo bruto representa o total de débitos ou compromissos de pagamento de um país em moeda estrangeira (LACERDA; OLIVEIRA, 2009), enquanto o ativo externo bruto forma o total de créditos ou compromissos de recebimento do mesmo.

Assim, a estrutura financeira externa de uma economia condiciona seu funcionamento e, ao mesmo tempo, é condicionada pelas características do sistema econômico doméstico e internacional. O nível de rigidez desta estrutura, definido em termos de seus custos de ajustamento e decorrentes possibilidades de ação de seus agentes domésticos, varia conforme seu grau de fragilidade externa e segundo o tamanho e a força de suas margens de segurança.

A fragilidade financeira externa, por sua vez, é uma medida da capacidade do setor externo de uma economia enfrentar choques nas condições de financiamento internacionais sem que haja uma desarticulação generalizada dos fluxos do BP (PAULA; ALVES JR, 1999):

A vulnerabilidade externa [ou fragilidade externa] significa uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais diante de pressões, fatores desestabilizadores ou choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes. A primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis, e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste em face dos eventos externos (Jones, 1995, p. 7). A vulnerabilidade externa é tão maior quanto menores forem as opções de política e quanto maiores forem os custos do processo de ajuste (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 229).

Em termos gerais, trata-se de uma avaliação acerca da capacidade de um país sustentar sua estrutura financeira externa no tempo. As dificuldades para isso variam conforme o potencial que o país possui para levantar os recursos necessários para cumprir suas obrigações externas, característica relacionada à dimensão e composição de sua estrutura financeira, as quais determinam seu nível de sensibilidade às condições de refinanciamento oferecidas pelos mercados para o rolamento de suas dívidas (TONVERONACHI, 2006; KREGEL, 2009).

O equilíbrio do setor externo encontra-se assegurado sempre que a demanda total por moeda estrangeira for atendida por uma oferta¹⁴ ao menos equivalente às necessidades do BP a cada período. As instabilidades no BP resultam de um processo no qual a oferta de financiamento externo se torna insuficiente para atender a uma demanda geralmente em expansão. Trata-se de uma situação que caracteriza o problema da hipótese de fragilidade financeira de Minsky (2010) relativo ao BP de um país. Segundo Mollo (1988, p. 108) “O problema para Minsky nada mais é do que um problema de demanda de meios de financiamento cada vez maior frente a uma oferta inelástica de financiamento.”. Neste sentido, a incapacidade de levantar recursos em quantidade suficiente ao demandado é o fator responsável por desencadear instabilidades e crises no setor externo de uma economia.

Ocorre que, se a manutenção desta estrutura não pode ser financiada pelas divisas cambiais geradas na própria economia, suas unidades podem recorrer aos financiamentos

¹⁴ A oferta de moeda estrangeira é obtida em toda transação que resulte em um recebimento do exterior, lançada nas contas do BP como um crédito. Por sua vez, a demanda é obtida em toda transação que implique em um pagamento ao exterior, lançada nas contas do BP como um débito (KRUGMAN; OBSTFELD, 2012).

estrangeiros. A disponibilidade destes fundos depende das preferências subjetivas dos agentes dos mercados financeiros externos, definidas em termos de suas expectativas sobre as oportunidades de lucro na economia e sobre a condição de solvência de seu setor externo. Tais expectativas são construídas e influenciadas pelas características conjunturais e estruturais da economia avaliada e por fatores exógenos à mesma. Em outros termos, na formação de suas expectativas sobre determinada economia, os agentes consideram todos aqueles elementos domésticos e internacionais que afetam ou que possam afetar a relação de risco e retorno que se espera obter pela aquisição ou financiamento de ativos na mesma. Admitindo o argumento de Minsky sobre a oferta de moeda endogenamente determinada pelos mercados, através das inovações financeiras, tem-se que, enquanto persistir o otimismo destes investidores sobre a capacidade do BP produzir as divisas cambiais esperadas, não haverá restrições na oferta de financiamentos, mesmo mediante uma demanda em expansão.

Destarte, como sugere a equação (2) aplicada ao nosso modelo analítico aberto, em períodos de elevada confiança dos investidores estrangeiros sobre o valor presente dos retornos esperados de seus investimentos em um país, o refinanciamento do BP deste último por capitais externos encontra-se assegurado e, por conseguinte, o equilíbrio entre a oferta e a demanda por recursos em moeda estrangeira no mesmo é garantido.

Por esta interpretação, o descasamento entre oferta e demanda por divisas necessárias para equilibrar as contas do BP de uma economia é o resultado de mudanças nas preferências subjetivas de seus financiadores estrangeiros. O grau de otimismo destes agentes deve sofrer deterioração em virtude do crescimento da fragilidade financeira externa do país analisado, especialmente quando associado a algum evento perturbador doméstico ou internacional capaz de despertar a desconfiança dos mesmos sobre esta economia.

A maior fragilidade externa da economia altera as expectativas dos agentes envolvidos no financiamento de seu BP, porque, diante da piora na condição de solvência de seu setor externo, os riscos do credor e do devedor se elevam ao mesmo tempo em que são reduzidas as perspectivas de retorno dos capitais aplicados neste país. A consequência é uma piora nas condições de financiamento, em termos de custos e disponibilidade de fundos, justamente quando a deterioração da estrutura financeira externa demanda o refinanciamento estrangeiro em maior quantidade. Assim, à medida que decresce a capacidade do país sustentar suas contas externas, os desequilíbrios do BP tornam-se mais prováveis e suas consequências reais e financeiras tendem a ser maiores. Estas últimas podem se manifestar através de fugas de capitais, instabilidades macroeconômicas e, no limite, conduzir o país a crises cambiais.

Nossa interpretação sobre o processo gerador de instabilidades e crises no BP justifica a importância dos estudos dedicados a mensurar a fragilidade financeira externa das economias. Com este propósito, Paula e Alves Jr. (1999) criaram um índice de fragilidade externa (IFE), cujo raciocínio orientador de sua construção é resumido nas passagens abaixo:

Pode-se definir, a partir das informações do balanço de pagamentos de um país, o grau de fragilidade financeira externa quanto maiores (ou menores) forem as necessidades de que uma economia tenha de 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 (ibid., p. 79).

Por posições financeiras em aberto, os autores compreendem aquelas obrigações por eles denominadas como reais e virtuais presentes a cada período:

As obrigações de pagamentos *reais* reúnem despesas com importações e serviços mais as amortizações de empréstimos. As obrigações *virtuais* incluem os estoques de capitais de curto prazo e de investimentos em portfólio [...]. Essas variáveis representam as obrigações - *reais* e *virtuais* – mais importantes do país em um determinado trimestre. Tais obrigações podem ser “enfrentadas” através das reservas, das receitas com exportações (juros e outros serviços), dos empréstimos a médio e longo prazos e dos investimentos diretos (ibid., p. 79).

Destarte, na formulação do IFE, a capacidade de pagamento e o perfil das obrigações cambiais são os parâmetros considerados para o cálculo da fragilidade externa. A capacidade de pagamento é expressa pelas receitas correntes em moeda estrangeira produzidas pelo país, pelas reservas cambiais e pelos empréstimos e financiamentos externos de longo prazo de maturação. Por sua vez, as obrigações relevantes para determinar o grau de fragilidade externa de uma economia são os fluxos de débitos e amortizações gerados no BP a cada período e os estoques de passivos de curto prazo. Neste sentido, no IFE, os estoques de passivos de longo prazo influenciam a fragilidade externa apenas por seus efeitos sobre os fluxos do BP¹⁵.

Sendo assim, o IFE mensura a necessidade real e potencial de uma economia renegociar suas posições financeiras externas em aberto por meio da razão entre suas obrigações mais imediatas, ou de curto prazo, e as divisas cambiais disponíveis para cumpri-las de modo a se evitar uma crise cambial. Seu cálculo é realizado pela seguinte equação¹⁶:

¹⁵ Esta questão é desenvolvida na subseção 2.2.3 desta dissertação.

¹⁶ O índice foi construído a partir das informações das contas externas disponíveis em 1999, as quais sofreram processo de reformulação a partir de 2001, quando o BCB passou a divulgar as mesmas seguindo a metodologia recomendada na quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos (IMF, 1993) editado pelo Fundo Monetário Internacional. Por esta razão, suas variáveis foram expressas conforme a metodologia antiga e o trabalho de atualização do índice requer a adaptação destas variáveis ao novo método.

$$IFE = (M + D_j + D_{os} + A + CCP_{-1} + PLA_{-1}) / (X + R_j + R_{os} + RE_{-1} + I_d + E_{ml}) \quad (3)$$

onde

M = importações;

X = exportações;

D = despesas com juros “j” e outros serviços (OS);

R = receita com juros “j” e outros serviços (OS);

A = amortizações de empréstimos;

CCP₋₁ = estoque de capitais de curto prazo, defasado em um período;

PLA₋₁ = estoque de investimento líquido em portfólio, defasado em um período;

RE₋₁ = reservas internacionais acumulados até o período anterior¹⁷;

I_d = entrada de divisas correspondentes aos investimentos diretos;

E_{ml} = empréstimos de médio e longo prazos.

Quanto maior o valor do índice, menor é a capacidade do país cumprir os compromissos financeiros externos mais imediatos, o que o coloca em situação de maior dependência de refinanciamentos estrangeiros¹⁸, elevando sua propensão a ser afetado por mudanças na conjuntura internacional que alterem as condições externas de financiamento. Alternativamente, à medida que o índice diminui significa que as obrigações estrangeiras de curto prazo, reais e virtuais, estão sendo em maior medida cobertas por receitas correntes, por reservas cambiais e por fontes de financiamento de prazo mais dilatado, o que reduz sua necessidade de recorrer aos refinanciamentos junto aos mercados externos. Desta forma, o IFE funciona como um indicador de tendência que procura avaliar o aumento ou redução da importância das avaliações subjetivas dos agentes detentores de direitos e/ou obrigações em moeda estrangeira na determinação do quadro externo da economia (ibid.).

Esta interpretação permite uma classificação para a postura financeira assumida por um país em relação às suas contas externas análoga à elaborada por Minsky¹⁹. O país possui

¹⁷ “Os capitais de curto prazo acumulados e os investimentos líquidos em portfólio foram defasados em um período porque se convencionou neste trabalho que estas obrigações só poderão ser exigidas no trimestre subsequente ao de referência de sua entrada. O mesmo foi feito com as reservas, pois entende-se que as obrigações de um determinado trimestre poderão ser enfrentadas com as receitas cambiais do próprio trimestre além das reservas acumuladas até o trimestre anterior.” (PAULA; ALVES JR., 1999, p. 79).

¹⁸ Pela interpretação desenvolvida ao longo deste trabalho, a maior ou menor dependência de refinanciamentos estrangeiros de uma economia não é apenas o resultado de seus saldos em CA. Conforme demonstra a equação (3), ela também está associada a fluxos da conta financeira e a estoques de passivos e ativos externos do país. Nas subseções (2.2.1) e (2.2.2), a dependência gerada por cada um destes fatores é analisada separadamente.

¹⁹ Como argumenta Kregel (2004a, p. 575), embora o foco do trabalho de Minsky esteja nas relações financeiras entre firmas e bancos, os diferentes regimes – *hedge*, especulativo e *Ponzi* – desenvolvidos para classificar o potencial de fragilidade de uma unidade específica ou de um sistema econômico possui aplicação geral,

postura *hedge* sempre que o pagamento integral de suas obrigações reais e virtuais em divisas estrangeiras for independente de refinanciamento permanente. Isso implica que os gastos correntes e os compromissos financeiros mais imediatos são compatíveis com as receitas correntes, os financiamentos de longo prazo e os ativos de maior liquidez disponíveis. Por sua vez, sua postura é especulativa ou *Ponzi* se as obrigações financeiras reais e potenciais com não residentes superam sua capacidade de pagamento, conduzindo-o ao refinanciamento junto aos mercados externos para honrar os compromissos assumidos mais imediatos. Neste segundo caso, políticas de atração de capitais estrangeiros tornam-se necessárias para garantir o equilíbrio do BP, sujeitando a economia em maior medida à absorção de fluxos de natureza especulativa (ibid.).

A vantagem do IFE em relação às demais medidas de fragilidade externa baseadas na teoria minskyana e elaboradas em outros estudos reside no fato de que este índice avalia, de maneira conjunta, os dois aspectos de uma estrutura financeira descritas por Minsky (2010) capazes de modificar seu nível de fragilidade, quais sejam, a quantidade de despesas correntes em relação às receitas geradas a cada período e a qualidade do refinanciamento adquirido que compõe sua estrutura de endividamento em relação às formas de capital disponíveis. Trata-se, portanto, de uma medida de fragilidade que considera, concomitantemente, a dimensão e a composição das formas de capital em relação às formas de endividamento externo de um país.

Como uma das contribuições originais deste trabalho, pretende-se complementar o estudo de Paula e Alves Jr. (1999), analisando, separadamente, os dois aspectos contemplados pelo índice. Com isso, objetiva-se identificar a contribuição de cada um deles para a fragilização do setor externo de uma economia, além de justificar os resultados agregados encontrados no IFE construído para o Brasil na parte empírica desta pesquisa.

Conforme reconhecido por Paula e Alves Jr. (1999), a fragilidade externa de um país pode se manifestar em nível operacional, o que macroeconomicamente implica em déficits em CA, e do ponto de vista do financiamento, se houver unidades que se financiam em moeda estrangeira com prazos inferiores à maturidade do projeto financiado. Ambas as fontes geradoras de fragilidade contribuem para tornar o país e suas unidades mais vulneráveis a choques capazes de alterar as condições internacionais de financiamento. Vale ressaltar que, para nossa análise minskyana, como se busca demonstrar no decorrer deste trabalho, a avaliação de apenas umas das formas de fragilidade representa uma importante contribuição

inclusive para o setor externo de países: “*In particular, they can be applied to countries that borrow in international financial markets to supplement the resources necessary for their development. [...] Thus developing countries will be in the same position as a firm attempting to raise additional financing.*”.

parcial que, todavia, não possui caráter conclusivo, fazendo-se indispensável uma avaliação conjunta dos aspectos operacionais e estruturais do setor externo do país estudado para que seja possível alcançar os resultados suficientes e definitivos.

Nas próximas subseções, as duas dimensões da fragilidade financeira externa são analisadas separadamente. A preocupação em avaliar de maneira individual e a partir de uma interpretação minskyana a fragilidade externa de uma economia que se manifesta tanto do ponto de vista dos fluxos de seu BP quanto a partir de mudanças na composição de seus estoques de passivos e ativos externos constitui outra contribuição original deste trabalho.

Por fim, com o intuito de complementar o IFE, é construído aqui um segundo indicador que busca avaliar as implicações da fragilidade sobre o setor externo de um país. Argumentou-se nesta subseção que o grau de fragilidade externa afeta a relação entre demanda e oferta de fundos estrangeiros disponibilizados à economia, a dimensão e a frequência dos desequilíbrios dos fluxos de seu BP e sua capacidade de resistência a choques. Tais desarticulações dos fluxos financeiros são cruciais para a análise de Minsky (2010) porque ilustram os momentos-chave dos ciclos econômicos onde a fragilidade se transforma em instabilidade e, potencialmente, em crise.

Com efeito, adaptou-se um índice capaz de mensurar as três implicações supracitadas, através da razão entre os fluxos totais de saída e de entrada de divisas estrangeiras da economia a cada período²⁰. Este índice de fragilidade externa corrente (IFE corrente) é calculado pelo método proposto por Martins (2007) e Lacerda e Oliveira (2009):

$$\text{IFE corrente} = \sum \text{DECME} / \sum \text{DICME} \quad (4)$$

sendo,

DECME = Demanda corrente por recursos em moeda estrangeira;

DICME = Disponibilidade corrente de recursos em moeda estrangeira.

Valores do IFE corrente superiores a um indicam momentos de instabilidade das contas externas, onde a demanda supera a disponibilidade de recursos em moeda estrangeira.

De acordo com a interpretação desenvolvida nesta subseção, a qual representa uma das contribuições originais desta dissertação, espera-se a convergência entre os dois índices de fragilidade apresentados até aqui. Momentos de maior deterioração da estrutura financeira externa do país devem corresponder aos momentos de maior descompasso entre demanda e

²⁰ Por fluxo total de entrada compreendem-se todos os recursos registrados no BP como crédito. Por fluxo total de saída compreendem-se todos os recursos registrados no BP como débito.

oferta de divisas cambiais, maior instabilidade dos fluxos de seu BP e menor capacidade de resistência do setor externo a choques. Esta relação é avaliada na subseção 3.2.3.

2.2.1 *A Fragilidade Financeira Externa Operacional: Transações Correntes e o Passivo Externo Líquido*

Por fragilidade operacional compreende-se aquela que decorre de alterações na dimensão das formas de capital e/ou de endividamento da estrutura financeira externa de uma economia, ou seja, de mudanças quantitativas em sua riqueza externa líquida. Assim, ela aumenta sempre que o estoque de passivos externos do país cresce em relação aos ativos.

A fragilidade financeira de qualquer unidade é passível de investigação pela análise de seu fluxo de caixa, cujos resultados acumulados definem sua riqueza líquida e afetam suas margens de segurança e as expectativas sobre sua condição de solvência. Tonveronachi (2006) adaptou esse argumento para o setor externo de uma economia aberta, em que o BP é seu fluxo de caixa, seu endividamento equivale ao passivo externo bruto (PEB) e sua riqueza líquida é igual ao valor oposto de seu passivo externo líquido (NFD)²¹.

Em uma análise dos fluxos do BP de um país, o comportamento de seu passivo externo líquido pode ser avaliado em função dos resultados de suas transações correntes²²:

$$\text{NFD} - \text{NFD}_{-1} \equiv -(\text{CA}) \equiv -\text{NX} - \text{NFI} - \text{UT} \quad (5)$$

onde NFD é o passivo externo líquido no período corrente; NFD_{-1} é o passivo externo líquido no período anterior; CA são as transações correntes, NX são as exportações líquidas, definidas como a diferença entre exportações e importações de bens e serviços; NFI são os rendimentos líquidos provenientes de ativos e passivos externos; e UT são as transferências unilaterais.

Pela equação (5), déficits em CA elevam NFD na mesma proporção (ibid.).

O resultado de CA define a posição de liquidez de uma economia em moeda estrangeira a cada período. A iliquidez em dado momento indica que, no mercado de câmbio local, as receitas em moeda estrangeira do país são inferiores às suas despesas com a remuneração do passivo externo. A iliquidez em divisas externas leva as unidades domésticas

²¹ NFD é a diferença entre o total de passivos e ativos externos brutos de um país. Neste trabalho, convencionou-se que NFD será positivo sempre que o valor do estoque de passivos externos brutos superarem o valor do estoque de ativos externos brutos, indicando que o país possui uma riqueza externa líquida negativa.

²² A rigor, a variação de NFD não depende apenas dos resultados dos fluxos financeiros do BP. Outros fatores que influenciam sua dimensão são mudanças no valor de mercado (preço) dos estoques de ativos e passivos previamente adquiridos e em sua expressão em dólares (paridades), sendo este último diretamente impactado pela variação da taxa de câmbio nominal (BCB, 2008).

deficitárias a adquirirem novos financiamentos junto aos mercados internacionais, que consistem em um fluxo de entrada de capital estrangeiro, de valor equivalente ao déficit em CA, registrado como crédito na conta capital e financeira do BP (ibid.).

Sucessivos períodos de iliquidez podem ser sustentados por tempo indeterminado, desde que haja oferta suficiente de fundos estrangeiros para cobrir o serviço do passivo externo e os demais débitos gerados na conta capital e financeira, assegurando o fechamento global das contas do BP. A oferta de financiamento persiste enquanto houver a expectativa de que, no futuro, a iliquidez será revertida para garantir aos credores o retorno esperado.

Para a aplicação da taxonomia minskyana ao BP, a expressão (5) pode ser modificada e estendida, permitindo uma definição mais precisa sobre as posições de liquidez e solvência de uma economia em relação ao resto do mundo (ibid.):

$$NX_i + r_i^{FA}FA_{i-1} + UT_i + \Delta FR_i \geq \leq r_i^{FD}FD_{i-1} + MD_i \quad i = 1, \dots, n \quad (6)$$

onde r^{FA} é a taxa de retorno sobre os ativos externos FA; ΔFR é a variação das reservas internacionais, utilizadas para suavizar temporariamente a iliquidez do setor externo; r^{FD} é a taxa de juros que incide sobre o passivo externo FD, ou, de modo mais amplo, são as despesas com a remuneração de todos os tipos de capital que compõem este passivo²³; e MD é o débito gerado pelas amortizações dos passivos em fase de vencimento.

Desconsiderando as reservas, na equação (6), as receitas correntes em moeda estrangeira, provenientes das exportações líquidas, da renda líquida gerada pela posse de ativos externos e das transferências unilaterais, podem ser maiores, iguais ou menores à quantia requerida para cobrir as despesas em moeda estrangeira com a remuneração do serviço do passivo e a amortização daqueles passivos em fase de maturação.

O país se encontra em posição de liquidez quando as receitas são suficientes para honrar o pagamento de $r^{FD}FD$. O restante das despesas, neste caso MD, pode ser refinanciado junto aos mercados internacionais. No processo de refinanciamento, alterações nas condições oferecidas pelos mercados afetam CA a partir do período seguinte, através de $r^{FD}FD$.

Desenvolvidos os conceitos para identificar a fragilidade operacional do setor externo de um país, segue agora a interpretação dos mesmos, segundo a taxonomia dos regimes de financiamento minskyana. No quadro 1, constam os critérios de classificação dos regimes, definidos segundo o comportamento de CA e NFD em perspectiva de médio e longo prazo:

²³ Os valores correspondentes a esta remuneração em um BP são encontrados no item despesas da conta de rendas de CA. Este item registra as despesas com salário e ordenado e com a renda de investimentos diretos, em carteira e outros investimentos, incluindo juros (BCB, 2013a).

Quadro 1: Critérios de Classificação dos Regimes de Financiamento

Posição País	NFD	Características	Margens de Segurança
<i>Hedge</i>	Zero.	CA em equilíbrio, com pequenos e temporários desvios.	- Reservas Internacionais; - Política Monetária e Fiscal; - Evolução prudente de NX.
Especulativa	Positivo, mas estável.	Receitas correntes suficientes para remunerar o passivo externo: CA em equilíbrio.	- Reservas Internacionais; - Política Monetária e Fiscal; - Evolução prudente de NX.
Ponzi Sustentável	Positivo e crescendo, porém a uma taxa pequena e constante.	Receitas correntes insuficientes para remunerar o passivo externo: déficits constantes em CA.	- Reservas Internacionais; - Baixa taxa de expansão de NFD.
Ponzi Insustentável	Positivo e crescendo a taxas ascendentes.	Receitas correntes insuficientes para remunerar o passivo externo: déficits crescentes em CA.	Nenhuma.

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

Uma economia se encontra em posição *hedge* quando for capaz de manter NFD igual a zero²⁴ e, por conseguinte, CA em equilíbrio. Pequenos e temporários desvios deste equilíbrio são naturais e podem ser administrados pela política de reservas cambiais combinada com pequenos ajustes nas políticas monetária e fiscal. Estas últimas, ao modificarem o ritmo de crescimento da renda doméstica, são capazes de reequilibrar CA por seus efeitos sobre NX. A evolução prudente de NX é considerada outro importante instrumento de segurança do país.

Numa economia em posição especulativa, NFD se encontra positivo, porém estável, e CA se mantém em equilíbrio. Nesta condição, um volume mais expressivo de NX se faz necessário para pagar as despesas mais significativas com a remuneração do passivo e impedir os déficits em CA. Ademais, o refinanciamento das amortizações de passivos em fase de maturação e dos demais débitos gerados por NFD depende, em maior medida, de recursos estrangeiros. Sobre suas margens de segurança, políticas fiscais e monetárias restritivas, a acumulação de reservas e a evolução prudente de NX são capazes de conter eventuais desequilíbrios em CA, porém, a eficácia destas intervenções tende a ser menor do que em posturas *hedge*, em razão da maior dimensão destes desequilíbrios diante de choques.

A posição *Ponzi* caracteriza-se pela sucessiva incapacidade da economia gerar receitas em valor suficiente para remunerar o passivo, o que implica em déficits em CA e, assim, NFD positivo e em expansão. Neste regime, a unidade depende de uma oferta crescente de refinanciamentos para assegurar o equilíbrio do BP. Tonveronachi (2006) divide esta posição entre sustentável e insustentável. O país é classificado como *Ponzi* sustentável se o mesmo for capaz de manter NFD em ritmo de crescimento pequeno e constante. Para isso, as receitas, em

²⁴ Na posição *hedge*, embora o NFD seja zero, o PEB existe e, portanto, está sujeito ao refinanciamento, que ocorre sob as melhores condições de oferta e custos possíveis quando comparadas com as posições especulativas e *Ponzi*.

especial NX, devem possuir o mesmo ritmo de expansão das despesas com a remuneração de NFD, mantendo constantes os déficits em CA. Ações restritivas de política monetária e fiscal já não são eficazes para conter os desequilíbrios mais expressivos de CA. Elevados estoques de reservas e a evolução prudente de NX constituem as margens de segurança desta posição.

Quando a expansão de NFD já não é constante, mas a taxas em expansão, a posição *Ponzi* é classificada como insustentável. Isso porque a deterioração acelerada da riqueza externa líquida da economia, desde que persista em médio ou longo prazo, deve eliminar a eficácia de todas as suas margens de segurança. Neste processo, as expectativas dos mercados sobre a condição de solvência da unidade sofre deterioração gradativa, dificultando seu refinanciamento até o ponto em que o acesso aos fundos estrangeiros é inviabilizado, ocasião na qual seu total descrédito perante os credores faz do *default* uma consequência inevitável.

Em suma, o agravamento da postura do setor externo de um país eleva seu NFD, ampliando sua dependência operacional de refinanciamentos externos²⁵, e tende a deteriorar suas margens de segurança. Por conseguinte, o equilíbrio do BP passa a estar mais sujeito às expectativas dos investidores estrangeiros. Uma maior desconfiança sobre a condição de solvência externa do país reduz e encarece a oferta de capitais a ele destinada, conduzindo-o a uma situação de refinanciamento cada vez mais delicada, o que acelera ainda mais a expansão de seu NFD. Nestas condições, as possibilidades de ação nos momentos onde o ajuste desta estrutura se faz necessária tendem a ser reduzidas, elevando a fragilidade da economia e sua propensão a sofrer crises pelo descasamento entre oferta e demanda de divisas cambiais.

2.2.2 A Fragilidade Financeira Externa Estrutural: Qualidade do Financiamento Estrangeiro e a Composição da Estrutura Financeira Externa

Por fragilidade financeira externa estrutural compreende-se aquela decorrente de mudanças na composição das formas de capital e/ou de endividamento da estrutura financeira externa de uma economia, ou seja, de alterações qualitativas na formação de sua riqueza externa, definidas em termos do grau de liquidez e do tempo de maturação dos capitais que a compõem. Esta última sofre deterioração diante do aumento dos capitais de maior potencial de reversão súbita nos passivos em relação aos estoques de ativos de liquidez imediata.

Na abordagem de Minsky (1982a), a fragilidade de uma unidade não depende apenas da dimensão de suas formas de endividamento em relação às suas formas de capital. Outro

²⁵ Por dependência operacional de refinanciamentos junto aos mercados externos, compreende-se a dependência provocada pelos resultados em CA, ou seja, pela fragilidade externa operacional.

componente de sua fragilização advém da piora da composição de sua estrutura financeira, resultado de arranjos especulativos baseados na troca de dívidas de longo prazo pela de curto prazo no financiamento da posse de ativos e de investimentos em fase de maturação.

Da mesma forma, em uma economia aberta, a composição de sua estrutura financeira externa representa fator importante para a determinação de seu nível de fragilidade. A fragilidade externa é passível de se manifestar quando há unidades domésticas que se financiam em moeda estrangeira com prazos inferiores à maturidade do projeto financiado (PAULA; ALVES JR., 1999). Da adoção destes arranjos especulativos decorre o aumento das obrigações de curto prazo em relação aos ativos prontamente disponíveis e, por conseguinte, o aumento do grau de liquidez do passivo externo em relação àquele do ativo externo nacional.

Por liquidez, compreende-se o conceito desenvolvido por Keynes (1964):

[...] as the ability to convert any capital asset into money, both in terms of its value preservation and time conversion. Thus liquidity has a temporal and wealth dimension at the same time. As money is per se the most liquidity capital asset, this creates a degree of liquidity among capital assets (called liquidity preference), which defines capital assets pricing or the portfolio allocation (KALTENBRUNNER; PAINCERA, 2009, p. 3).

Kaltenbrunner e Paincera (2009) ressaltam que Minsky introduziu as preocupações relativas à composição da estrutura financeira das unidades na análise da liquidez keynesiana, demonstrando como mudanças em aspectos qualitativos nestas estruturas elevam os riscos a que as unidades se submetem diante das decisões de alocação de portfólio²⁶ dos investidores:

According to Minsky, however, capital asset pricing and portfolio decision theories should take into account the liabilities positions of economic units, which are interrelated with their assets positions as "...a portfolio decision has two interdependent facets. The first relates to what assets are to be held, controlled, or acquired; the second relates to how the position in these assets – i.e., their ownership or control – is to be financed" (Minsky, 1975: 70) (ibid., p. 3).

Neste sentido, o estudo das relações financeiras em uma economia capitalista deve levar em conta não apenas os fluxos de caixa, mas também os valores atuais das características das unidades e sua posse de bens líquidos, porque os mesmos determinam como o desenvolvimento dos mercados financeiros afetam o comportamento e a viabilidade destas unidades. “Como resultado, a estabilidade da economia depende da forma como os investimentos e posições em bens de capital são financiados.” (MINSKY, 2010, p. 246).

Com efeito, um dos fatores responsáveis pelo risco a que se submete uma economia quando seus agentes estabelecem relações com não residentes diz respeito ao grau de liquidez

²⁶ “O portfólio ou carteira de investimentos refere-se ao conjunto de ativos mantidos pelo investidor, e pode incluir ativos financeiros, monetários ou reais.” (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 193).

de sua estrutura financeira externa, ou seja, ao nível de facilidade e rapidez com que passivos e ativos podem ser convertidos em moeda e saírem do país ou regressarem do exterior.

Para Kaltenbrunner e Paincera (2009), a integração das economias aos mercados financeiros globais produz uma nova forma de vulnerabilidade externa. A maior exposição aos fluxos externos fragiliza os sistemas financeiros domésticos pelo acúmulo destes estoques de curto prazo alocados em ativos nacionais, elevando a liquidez das aplicações na economia. Por sua vez, estes estoques de maior liquidez determinam o comportamento dos fluxos de capitais, criando uma relação de reciprocidade entre os fluxos e a vulnerabilidade externa:

As the presence of foreign investors in the domestic financial markets becomes larger and larger the risk of sudden capital outflow increases as international investors become weary about their exposure to this asset class. Thus, capital flows create the conditions in the domestic financial system, which determine their own behavior (ibid., p. 3).

Todavia, tal relação não é a única forma de fragilidade a que se sujeita a economia. Quanto maior o nível de abertura e a participação de capitais de elevado potencial de reversão em sua estrutura financeira, mais vulnerável se encontra o país a mudanças nas condições dos mercados internacionais. Com efeito, a necessidade dos investidores estrangeiros realocarem seus portfólios pode gerar um processo de liquidação dos ativos domésticos, motivado por fatores que podem estar totalmente desatrelados da situação econômica local (ibid.).

Paula e Alves Jr. (1999), Correa, Mollo e Biage (2008) e Corrêa, Munhoz e Pereira (2012) avaliam que o crescimento das obrigações cambiais de curto prazo eleva a fragilidade externa do país por exigir uma busca constante por refinanciamentos junto aos mercados estrangeiros para contrabalançar os efeitos desestabilizadores reais e potenciais destes estoques sobre as contas externas. Por conseguinte, a menor capacidade de uma economia para fazer frente a estes passivos, seja com recursos próprios ou fundos internacionais de longo prazo, a torna mais suscetível aos condicionantes e infortúnios dos mercados externos.

Em suma, estes trabalhos dedicados a investigar a estrutura financeira externa de um país compreendem que quanto maior a participação na mesma dos passivos com perfil especulativo e alta flexibilidade, maior será sua fragilidade externa.

Para um estudo baseado em Minsky, mensurar o “peso” dos capitais com perfil especulativo na composição da estrutura financeira de qualquer unidade requer a consideração de que suas posições passivas encontram-se inter-relacionadas às suas posições ativas. Em outros termos, não faz sentido avaliar a fragilidade financeira de uma unidade qualquer considerando apenas as suas formas de endividamento, porque a relevância desta última somente pode ser estimada se ela for relacionada às formas de capital disponíveis pela

unidade. Da mesma forma, para mensurar a fragilidade que decorre da composição da riqueza externa de uma economia deve-se considerar os capitais de curto prazo que compõem seu estoque de passivos externos em relação àqueles que formam seus ativos externos. Para isso, inicialmente é necessário identificar os capitais que compõem a riqueza externa de um país.

Conforme padronização do Fundo Monetário Internacional (FMI), os estoques de passivos e ativos externos de um país, compreendidos em sua posição internacional de investimento (PII), a qual guarda estreita relação com os fluxos da conta financeira do BP, são compilados em cinco itens para posições ativas: investimento direto no exterior, investimento em carteira, derivativos, outros investimentos e ativos de reservas; e em quatro itens para posições passivas: investimento estrangeiro direto (IED), investimento estrangeiro em carteira (IEC), derivativos e outros investimentos estrangeiros (OIE) (BCB, 2011a).

O FMI e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) definem os investimentos diretos como aqueles investimentos que perfazem 10% ou mais das ações ordinárias ou do direito a voto em uma empresa. Considera-se que este tipo de financiamento visa adquirir algum controle operacional da empresa receptora pela garantia do direito de opinar sobre a sua gestão. Seus prazos de permanência tendem a ser longos (BCB, 2013a) pelo próprio objetivo de constituir ou participar de empreendimentos produtivos. Por resultar de decisões de longo prazo, estes investimentos possuem maior grau de estabilidade frente a eventos perturbadores. Por estas razões, o investimento direto é tradicionalmente tratado como a melhor forma de financiamento²⁷ (CARCANHOLO; PAINCERA, 2004).

Os investimentos em carteira ou de portfólio, por sua vez, são definidos pelo FMI e pela OCDE como os investimentos inferiores a 10% das ações ordinárias ou do direito a voto em uma empresa. São financiamentos destinados a atividades especulativas, orientados pelo comportamento de preferência pela liquidez e proteção contra a incerteza. O compromisso com os ganhos no curto prazo característico deste tipo de investimento atribui ao mesmo um elevado padrão de volatilidade, especialmente diante de eventos geradores de incerteza que alterem as expectativas de risco e retorno sobre a posse dos ativos no país receptor (PLIHON, 1998; BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004; KRUGMAN; OBSTFELD, 2012).

Os derivativos, terceiro item dos estoques de ativos e passivos externos, são contratos financeiros, cujos valores derivam de um ativo subjacente, preço de *commodity*, índice, taxa

²⁷ Kregel (2004a) e Tonveronachi (2006) fazem ressalvas quanto ao uso dos investimentos diretos. Estes capitais produzem uma corrente futura de remessas de lucros e dividendos ao exterior, que prejudica o saldo da conta de serviços e rendas de CA, e podem gerar pressões deficitárias sobre a balança comercial, na medida em que a vinda de empresas estrangeiras ao país implique em tendência ao crescimento das importações. Para evitar que estes capitais acentuem, a longo prazo, os déficits em CA, eles devem ser direcionados para setores comercializáveis que gerem um fluxo de exportações superior aos custos de sua utilização supracitados.

ou evento. A característica deste instrumento é a negociação no presente do valor futuro de um ativo, sendo um mecanismo de alta alavancagem que permite aos investidores multiplicar o investimento inicial em proporção tamanha que o mesmo seria praticamente impossível em operações nos mercados à vista. Por outro lado, riscos e dimensão das perdas destas operações especulativas são proporcionalmente elevados. Segundo estimativas, 75% das operações com derivativos são movidas por especuladores (PLIHON, 1998; FARHI; BORGHI, 2009).

Os outros investimentos compreendem os créditos comerciais²⁸ e empréstimos²⁹ ao governo, à autoridade monetária, aos bancos e aos demais setores da economia. Estes itens, que concentram a maior parte da dívida externa nacional (BCB, 2011a), encontram-se divididos em créditos e empréstimos de curto e longo prazo. Outros itens compreendidos em outros investimentos são moeda e depósitos³⁰ e outros ativos e passivos³¹.

O último componente dos ativos externos são os ativos de reservas, que compreendem ativos externos prontamente disponíveis, sob o controle da autoridade monetária, cujas principais funções são o financiamento de desequilíbrios no BP e a regulação da magnitude destes desequilíbrios mediante intervenção no mercado de câmbio (BCB, 2011b).

Apresentados os componentes da riqueza externa de uma economia, o próximo passo para mensurar a fragilidade externa estrutural consiste em classificá-los segundo seu grau de liquidez. Este trabalho adota a classificação de Corrêa, Munhoz e Pereira (2012, p. 3), baseada em testes aplicados a economias emergentes, incluindo o Brasil entre 1995 e 2010³²:

[...] consideramos como fluxos de capitais “com viés de curto prazo”, aqueles que têm um grande potencial de rápida reversão. São eles: os Investimentos em Carteira (Ações e Títulos de Renda Fixa de curto prazo e longo prazo), as Moedas e Depósitos, os Empréstimos a Fornecedores de curto prazo, os Empréstimos de curto prazo em geral, e os Derivativos.

²⁸ “Os créditos comerciais compreendem ativos e passivos relacionados com a concessão direta de crédito por parte dos fornecedores e compradores em transações de bens e serviços e pagamentos antecipados por produtos em elaboração.” (BCB, 2001, p. 12).

²⁹ “Como empréstimos estão incluídos os ativos financeiros criados quando um credor empresta recurso diretamente a um tomador, mediante acordo em que o empréstador ou não recebe nenhum título de crédito ou recebe um instrumento/documento não negociável.” (BCB, 2001, p. 12).

³⁰ “O primeiro componente compreende as cédulas e as moedas que estão em circulação [...] Utiliza-se para essa finalidade a moeda nacional – passivo – em poder de não-residentes e a moeda estrangeira – ativo – em poder de residentes [...] Na categoria de depósitos incluem-se os depósitos transferíveis e outros depósitos [...] Podem estar denominados em moeda nacional ou estrangeira [...]” (BCB, 2001, p. 12).

³¹ “Todas as demais partidas que não seja créditos comerciais, empréstimos ou moeda e depósitos estão agrupadas como outros ativos ou outros passivos;” (BCB, 2001, p. 12).

³² Além deste estudo, os trabalhos de Correa, Mollo e Biagi (2008) e de Munhoz, Kobayashi e Correa (2010), igualmente aplicados em economias emergentes e no Brasil, encontraram resultados semelhantes.

Este grupo de capitais representa o componente da riqueza externa de um país com impacto mais direto e imediato sobre a sua fragilidade externa³³, especificamente pela via estrutural. Entretanto, há de se considerar algumas particularidades sobre os mesmos, em especial, no que tange aos ativos externos com viés de curto prazo.

Mediante uma crise cambial ou desequilíbrios significativos no BP, o comportamento de aversão ao risco característico destes capitais deve produzir a fuga destas posições passivas para o exterior e a permanência destas posições ativas privadas nos mercados estrangeiros, onde as mesmas já estavam alocadas. Ademais, por definição, ativos acumulados no exterior por empresas privadas por aquisição de participações não possuem liquidez imediata, e não podem ser usados para honrar obrigações de outros agentes privados. Por conseguinte, o país não pode contar com seus recursos privados investidos no exterior no caso de uma crise cambial, mesmo sendo eles de curto prazo e elevada volatilidade, mas apenas com seus ativos de reservas sob o controle da autoridade monetária (GENTIL; ARAÚJO, 2012).

A importância em se considerar os ativos de reservas na análise da fragilidade externa estrutural reside no fato de que a destinação dos recursos estrangeiros às economias, e sua manutenção, é determinada pelas expectativas dos credores internacionais quanto à capacidade de solvência dos devedores e as oportunidades de rendimento nestes mercados. A formação de tais expectativas, por sua vez, leva em consideração não apenas as perspectivas relacionadas à capacidade nacional de geração de fluxo de caixa em moeda estrangeira, mas também o estoque de moeda “forte” prontamente disponível para fazer frente às obrigações correntes e emergenciais e para assegurar a estabilidade do valor do câmbio³⁴.

Sendo assim, em nossa perspectiva minskyana, a deterioração da composição da estrutura financeira externa de um país ocorre mediante o crescimento de suas obrigações ou passivos com “viés de curto prazo” em relação aos seus ativos de liquidez imediata. Por conseguinte, sua fragilidade financeira externa estrutural pode ser estimada pela equação (7):

$$\text{Fragilidade Financeira Externa Estrutural} = \frac{\text{Passivos de Curto Prazo}}{\text{Ativos de Reservas}} \quad (7)$$

Os resultados desta medida de fragilidade permitem a classificação, em termos minskyanos, da postura financeira assumida pelo setor externo de uma economia. A postura

³³ Os demais grupos de capitais que compõem a PII são considerados capitais com viés de longo prazo. Por apresentarem um caráter mais estável, como se evidenciou nos estudos empíricos supracitados, estes estoques de capitais afetam a fragilidade externa apenas por seus efeitos, a longo prazo, sobre os fluxos do BP.

³⁴ O câmbio afeta diretamente, dentre outras coisas, a riqueza externa do país, sua capacidade de gerar divisas em moeda estrangeira e a taxa de retorno dos investimentos estrangeiros aplicados no país. Por esta razão, sua instabilidade tende a influenciar negativamente a formação das expectativas dos credores internacionais.

hedge ocorre quando os ativos de reservas superam os passivos de curto prazo, situação na qual o país se encontra “coberto” na hipótese de uma fuga massiva de capitais ao exterior. Por outro lado, sempre que este estoque de obrigações com elevado potencial de reversão supera as reservas, o país se encontra em postura especulativa ou *Ponzi*, característica que aumenta suas chances de se envolver em crises cambiais, devido à maior exposição de seu setor externo e dependência estrutural de refinanciamentos³⁵ junto aos mercados internacionais e ao crescimento da desconfiança dos investidores estrangeiros em relação à economia nacional.

Em suma, diante do avanço da fragilidade financeira externa estrutural, o medo dos credores internacionais de que esta razão alcance níveis alarmantes deve provocar a redução na oferta de financiamentos estrangeiros disponibilizados ao país, agravando o processo de deterioração de sua estrutura financeira externa pela imposição de maiores dificuldades ao fechamento das contas de seu BP. Além disso, à medida que a estabilidade cambial e a condição de solvência nacional se tornam uma fonte de incerteza, o agravamento da fragilidade externa estrutural conduz aqueles agentes especulativos, detentores de capitais de viés de curto prazo alocados no país, ao movimento de redução ou mesmo de liquidação da posse de seus ativos domésticos, situação que, no limite, pode desencadear uma crise cambial.

³⁵ Por dependência estrutural de refinanciamentos externos, compreende-se a dependência provocada pela composição dos estoques de passivos e ativos externos, ou seja, pela fragilidade externa estrutural.

3. A HIPÓTESE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA E O SETOR EXTERNO DA ECONOMIA BRASILEIRA: UMA INTERPRETAÇÃO MINSKYANA DO PERÍODO 1999-2013

Esta seção é dedicada ao cumprimento do segundo objetivo proposto por este trabalho, qual seja, avaliar a evolução da fragilidade externa da economia brasileira entre 1999 e 2013, por meio da aplicação dos indicadores de fragilidade externa e da interpretação minskyana desenvolvidos pelo autor desta dissertação na seção anterior ao referido país.

A subseção 3.1 apresenta as principais características da economia brasileira, o comportamento das contas de seu BP e seus indicadores tradicionais de endividamento externo entre 1999 e 2013, contextualização que busca, além de apresentar o objeto de análise, justificar a divisão do recorte em três períodos e ilustrar as medidas mais comuns descritas na literatura econômica brasileira sobre a vulnerabilidade externa do país.

Na subseção 3.2 serão aplicados os indicadores de fragilidade externa minskyanos que avaliam os resultados operacionais do BP (3.2.1), a composição dos ativos e passivos externos (3.2.2) e aqueles de maior abrangência que reúnem as duas medias anteriores (3.2.3).

3.1 O Setor Externo da Economia Brasileira: Contextualização do Período, Resultados do Balanço de Pagamentos e Indicadores Tradicionais de Endividamento Externo

A evolução do BP é condicionada por características macroeconômicas e estruturais de sua economia, além de fatores externos à mesma, especificamente, pelas condições dos mercados internacionais. Por esta razão, para apresentar o comportamento do BP brasileiro, será realizada breve contextualização da economia, bem como descritos fatores domésticos e internacionais que exerceram influência sobre os resultados de suas principais contas.

A macroeconomia do Plano Real, vigente entre 1994 e 1998, trouxe estabilidade à moeda pelo uso persistente de juros elevados, câmbio fixo sobrevalorizado e abertura econômica, política realizada à custa de sucessivos déficits em CA e da expansão da dívida pública. Tais desequilíbrios foram compensados por um novo padrão de financiamento, atrelado às estratégias de abertura e estabilidade, no qual a cobertura dos passivos ocorria pela atração de capitais estrangeiros e novos endividamentos externos. Todavia, esta estratégia se tornou insustentável em 1999, quando a desconfiança dos credores internacionais sobre a capacidade do país dar continuidade a este modelo culminou com a crise cambial brasileira.

Os ataques especulativos contra a moeda nacional impuseram ao país mudanças em seu regime macroeconômico e políticas monetárias e fiscais restritivas, ajustamento forçado para evitar a fuga de capitais ao exterior e frear os desequilíbrios do BP e das contas públicas. Buscava-se, assim, reconquistar a credibilidade dos mercados estrangeiros, condição para o retorno dos fluxos de capitais externos à economia, indispensáveis para assegurar o equilíbrio de seu setor externo naquele momento (MATTEI; MAGALHÃES, 2011).

A partir de 1999, passou a vigorar o sistema de metas de inflação, o regime de câmbio flutuante e as metas fiscais de superávit primário. O novo aparato macroeconômico manteve a estabilidade dos preços, desvalorizou o câmbio, reduziu as taxas domésticas de juros e reequilibrou contas externas, resultados que garantiram a continuidade de suas diretrizes nas décadas seguintes (TER-MINASSIAN, 2012). Há de se considerar, todavia, que este regime cambial apresenta limitações quanto à tarefa de ajuste do BP pela mudança de preços relativos, pois, numa economia com livre mobilidade de capitais, a posição do câmbio é mais determinada pelos ciclos de liquidez internacional e absorção de capitais de curto prazo do que pela necessidade de ajuste de CA (BELLUZZO; CARNEIRO, 2003). Isto justifica, em parte, a opção pela manutenção, até os dias atuais, do padrão de financiamento dos desequilíbrios das contas externas por meio da atração de capitais estrangeiros.

Por sua vez, iniciadas nos anos 1980 e aprofundadas nas últimas décadas, a economia brasileira passou por processo significativo de reformas estruturais de desregulação e abertura dos mercados domésticos, tanto do ponto de vista comercial³⁶ quanto financeiro³⁷. Para seus idealizadores, a reestruturação produtiva e financeira para a criação de uma economia de mercado, ao gerar incentivos a uma maior concorrência entre os capitais e a livre iniciativa, propiciaria condições para alavancar os investimentos e as taxas de crescimento do PIB (BARROS; GOLDENSTEIN, 1997; FRANCO, 1998; 2008; MOREIRA; 1999).

Desta maior integração aos mercados estrangeiros resultou a elevação da presença dos capitais externos na economia, bem como de sua necessidade estrutural de financiamentos internacionais para assegurar o fechamento das contas do BP. Por conseguinte, seu setor externo passou a desempenhar papel cada vez mais importante na determinação das características macroeconômicas e estruturais do país e do ritmo de expansão de seu PIB.

³⁶ Dentre as medidas de abertura comercial destacam-se a eliminação de barreiras não tarifárias, a redução da tarifa média sobre importações e a diminuição da dispersão tarifária.

³⁷ Dentre as medidas de liberalização financeira destacam-se a unificação do mercado cambial (flutuante e livre), a redução e posterior eliminação da necessidade de maturidade mínima para empréstimos externos, a dilatação dos prazos para a cobertura cambial das exportações, a eliminação das restrições para investimentos nos mercados de títulos para investidores estrangeiros e a simplificação dos procedimentos relacionados à remessa de capital para outros países (PRATES, 2006; PAULA, 2009).

Para analisar o BP brasileiro entre 1999 e 2013, este trabalho divide este recorte temporal em três períodos, 1999-2002, 2003-2007 e 2008-2013, conforme distintos padrões de comportamento das contas externas e especificidades domésticas e internacionais de cada período, os quais são apresentados a seguir.

Como demonstra a tabela 1, as contas do BP do Brasil apresentaram resultados bastante heterogêneos entre 1999 e 2013:

Tabela 1: Balanço de Pagamentos do Brasil – US\$ bilhões

Discriminação	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Transações correntes	-25,3	-24,2	-23,2	-7,6	4,2	11,7	14,0	13,6	1,6	-28,2	-24,3	-47,3	-52,5	-54,2	-81,1
Balança comercial	-1,2	-0,7	2,7	13,1	24,8	33,6	44,7	46,5	40,0	24,8	25,3	20,1	29,8	19,4	2,6
Exportações	48,0	55,1	58,2	60,4	73,1	96,5	118,3	137,8	160,6	197,9	153,0	201,9	256,0	242,6	242,2
Importações	-49,2	-55,8	-55,6	-47,2	-48,3	-62,8	-73,6	-91,4	-120,6	-173,1	-127,7	-181,8	-226,2	-223,2	-239,6
Balança serviços e rendas	-25,8	-25,0	-27,5	-23,1	-23,5	-25,2	-34,3	-37,1	-42,5	-57,3	-52,9	-70,3	-85,3	-76,5	-87,0
Serviços	-7,0	-7,2	-7,8	-5,0	-4,9	-4,7	-8,3	-9,6	-13,2	-16,7	-19,2	-30,8	-37,9	-41,0	-47,2
Rendas	-18,8	-17,9	-19,7	-18,2	-18,6	-20,5	-26,0	-27,5	-29,3	-40,6	-33,7	-39,5	-47,3	-35,4	-39,8
Transferências unilaterais	1,7	1,5	1,6	2,4	2,9	3,2	3,6	4,3	4,0	4,2	3,3	2,9	3,0	2,8	3,4
Conta capital e financeira	17,3	19,3	27,1	8,0	5,1	-7,5	-9,5	17,0	89,1	29,4	71,3	99,9	112,4	70,0	74,1
Invest. estrang. direto	28,6	32,8	22,5	16,6	10,1	18,1	15,1	18,8	34,6	45,1	25,9	48,5	66,7	65,3	64,0
Invest. estrang. carteira	3,5	8,7	0,9	-4,8	5,1	-4,0	6,7	9,1	48,1	-0,8	46,2	67,8	18,5	16,5	34,7
Derivativos	-0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,2	-0,7	0,0	0,0	-0,7	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
Outros invest. estrang.	-9,2	-15,2	9,4	2,1	-0,7	-8,7	-22,5	24,5	31,7	8,1	14,1	41,5	46,8	19,5	19,6
Erros e omissões	0,2	2,6	-0,5	-0,1	-0,8	-1,9	-0,2	-0,1	-3,2	1,8	-0,3	-3,5	-1,3	3,1	1,0
Resultado global balanço	-7,8	-2,3	3,3	0,3	8,5	2,2	4,3	30,6	87,5	3,0	46,7	49,1	58,6	18,9	-5,9

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A fase entre 1999 e 2002 caracterizou-se pelo ajuste do BP depois dos desequilíbrios que culminaram com a crise cambial de 1999. A redução dos déficits de CA e o superávit das contas capital e financeira ocorreram apesar do cenário externo adverso. Contribuíram para estes resultados as reformas macroeconômicas e estruturais realizadas no país.

No contexto de elevada aversão dos investidores ao risco dos países emergentes, baixo crescimento da economia mundial e condições desfavoráveis do BP, o país enfrentou situação de restrição externa de divisas e novos ataques especulativos que culminaram com outra crise cambial em 2001. A restrição só não produziu maior deterioração das contas capital e financeira em razão das operações de regularização junto ao FMI e ingresso significativo de IED, motivado pelas privatizações de empresas e serviços estatais. Apesar da forte queda da entrada de IEC, esta ainda foi positiva até 2001, devido às possibilidades de especulação favorecidas pelo elevado risco cambial e pela política monetária restritiva.

A acentuada trajetória de desvalorização cambial desde 1999 levou à recuperação da balança comercial pela expansão das exportações, a qual, a partir de 2001, seguiu expressiva trajetória superavitária após sete anos de resultados negativos. Por outro lado, tal recuperação

não foi suficiente para financiar o déficit praticamente estável da conta de serviços e rendas, associado, sobretudo, às remessas de lucros e dividendos.

O resultado da redução dos déficits em CA e do superávit das contas capital e financeira foi a reversão do saldo global do BP, de US\$-7,8 bilhões para US\$0,3 bilhão.

A fase entre 2003 e 2007 caracterizou-se por saldos bastante favoráveis nas transações correntes e comerciais e pela expansão acentuada dos superávits nas contas capital e financeira a partir de 2006. Três conjuntos de fatores contribuíram para estes resultados: o cenário internacional benigno; a gestão das políticas cambial, monetária e fiscal associada à aceleração do crescimento doméstico; e o aprofundamento da abertura econômica (PRATES, 2006). A recuperação das contas externas associada a este conjunto de fatores permitiu que o otimismo dos mercados estrangeiros sobre a economia brasileira, abalado desde 1999, fosse resgatado nesta fase, elevando substancialmente o ingresso de investimentos externos no país.

O cenário internacional favorável foi expresso pela volta do crescimento da economia mundial, pela expansão do comércio e alta dos preços das *commodities*³⁸, principal produto de exportação do país, e pela elevada liquidez global e apetite por risco dos investidores.

O aquecimento da atividade doméstica e da demanda por bens e serviços elevou as importações, processo, todavia, mais do que mitigado pelo crescimento das exportações. Ao pressionar os índices de inflação, a maior expansão do PIB³⁹ levou o governo à adoção de uma política monetária restritiva, com elevações na taxa básica de juros que aumentaram o diferencial de juros doméstico e externo. A política fiscal foi conduzida pela estratégia de saneamento da dívida pública e reestruturação da dívida externa⁴⁰. Sobre a política cambial, iniciaram-se significativas e sistemáticas intervenções do BCB sobre a trajetória de apreciação cambial característica deste período, as quais tiveram continuidade na fase 2008-2013. Além da redução das instabilidades cambiais, o BP foi beneficiado pelo sobreacúmulo de reservas oficiais, que fortaleceu a posição externa do país mediante colchão de liquidez, e, indiretamente, via impactos positivos sobre os *ratings* das agências de classificação de risco.

Os saldos comerciais atingiram no período uma média de US\$37,9 bilhões, resultado 10 vezes maior do que a média obtida entre 1999 e 2002 e suficientes para cobrir os déficits

³⁸ O índice CRB de preços de *commodities* subiu cerca de 100% do final de 2003 ao final de junho de 2008 (FRAGA NETO, 2009).

³⁹ A variação real anual do PIB brasileiro foi, em média, de 2,13% ao ano, entre 1999 e 2002, de 4,01% ao ano, entre 2003 e 2007, e de 3,11% ao ano, entre 2008 e 2013.

⁴⁰ As principais ações neste sentido, visando reduzir o custo da dívida, foram: a redução do endividamento líquido do setor público, a “desdolarização” da dívida pública e o pré-financiamento dos compromissos externos.

da conta de serviços e rendas, que alcançaram, entre 2003 e 2007, a média anual de US\$-32,5 bilhões. Esta realidade levou a superávits sucessivos em CA, fato que não ocorria desde 1992.

Sobre as contas capital e financeira, os resultados negativos de 2004 e 2005 se deveram ao pagamento de operações junto ao FMI. A partir de 2006, iniciou-se uma trajetória positiva e bastante acentuada de ingresso de capitais externos no país, decorrente, em primeiro lugar, da retomada dos fluxos de IED para os países emergentes após 2004. No caso específico do Brasil, a absorção aumentou devido a investimentos nas atividades de extração de minerais metálicos e indústrias automobilística e de máquinas e equipamentos. Em segundo lugar, houve a recuperação dos fluxos de IEC a partir de 2005, pelas expectativas de melhora da classificação do país pelas agências internacionais de *rating*, fato ocorrido em 2008, e por outros fatores internos, como dinamismo da economia, taxa de juros em patamar ainda elevado, tendência de apreciação cambial e *boom* de ofertas públicas de ações alavancadas por incentivos tributários aos estrangeiros (MUNHOZ; GONÇALVES, 2012).

O resultado global do BP esteve sempre positivo, mesmo quando as contas capital e financeira estiveram negativas. Mais do que isso, o saldo positivo saltou de US\$8,5 bilhões, em 2003, para US\$30,6 bilhões, em 2006, e US\$87,5 bilhões, em 2007, valores atingidos pela combinação de forte expansão das exportações e do ingresso de capitais estrangeiros.

A fase recente, entre 2008 e 2013, caracterizou-se pela acentuada reversão dos saldos de CA e pelo excepcional desempenho das contas capital e financeira. Contribuíram para estes resultados os efeitos da crise internacional, a conjuntura mundial que se seguiu e a capacidade de reação do país por meio de políticas anticíclicas (PRATES; CUNHA, 2011).

Em 2008, o efeito-contágio da crise mundial atingiu o BP por vários canais de transmissão. As CA foram afetadas pela queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial, bem como pelo aumento das remessas de lucros por empresas e bancos estrangeiros. A conta financeira enfrentou a diminuição do ingresso de IED, a fuga de IEC, a interrupção das linhas de crédito e a forte contração dos empréstimos bancários (IMF, 2008; IEDI, 2008).

Todavia, a magnitude das políticas anticíclicas adotadas pelos países centrais levou à rápida recuperação dos mercados financeiros e da economia global (IMF, 2010), movimento ancorado pela retomada do crescimento das economias emergentes. Isto possibilitou, já em meados de 2009, a mudança do cenário externo. De um lado, juros historicamente baixos nas economias centrais, abundância de liquidez e menor aversão ao risco direcionaram os fluxos externos aos países emergentes, sobretudo àqueles em melhores situações macroeconômicas. De outro, a retomada dos preços das *commodities* alavancou o comércio mundial, beneficiando os países primário-exportadores (PRATES; CUNHA, 2011).

A rápida mudança no cenário internacional e as intervenções agressivas do BCB no mercado de câmbio contribuíram para a reversão do movimento de depreciação cambial no Brasil desencadeado pela crise. Em 2009, já mediante uma nova tendência de apreciação, a volatilidade foi novamente atenuada pela política de acúmulo de reservas cambiais, além de medidas de contenção do ingresso de IEC, via imposição do Imposto sobre Operações Financeiras e pela utilização de um amplo leque de medidas regulatórias⁴¹.

Em 2008, as pressões inflacionárias estimularam o governo a adotar medidas de aperto fiscal e monetário. Passados os momentos de maior turbulência, os juros domésticos foram significativamente reduzidos, atingindo, em 2012, seu menor patamar desde 1999, quando o regime de metas foi implantado. Ainda assim, a diferença entre os juros domésticos e externos se manteve elevada, o que reforçou a atratividade de IEC ao país.

Neste cenário, os saldos comerciais somaram em média US\$20,3 bilhões, valor 46% inferior ao registrado no período anterior. Soma-se a isto o aumento médio de 120% nos déficits da balança de serviços e rendas em comparação a 2003-2007, o que gerou déficits sucessivos em CA, em média, 138% superiores àqueles obtidos entre 1999 e 2002.

As contas capital e financeira apresentaram balanço ainda mais significativo: um saldo médio de US\$76,2 bilhões, valor 305% superior àquele do período anterior. Isso se deveu principalmente ao excepcional desempenho do ingresso de IED, que continuou sua trajetória ascendente iniciada no período anterior, registrando valores recordes que puseram o país entre os quatro principais destinos de investimentos estrangeiros do mundo (UNCTAD, 2010).

O resultado global do balanço consistiu em um saldo médio de US\$28,4 bilhões, cifra obtida, essencialmente, à custa do financiamento estrangeiro. Especificamente no ano de 2013, os superávits das contas capital e financeira não foram suficientes para contrabalançar o déficit recorde de CA, processo que conduziu o BP a um resultado global negativo de US\$-5,9 bilhões, fato que havia ocorrido pela última vez no ano 2000.

Como se discutiu na introdução desta dissertação, a evolução das contas externas brasileiras é interpretada de maneiras distintas no que diz respeito às suas implicações para a fragilidade externa do país. Os argumentos em defesa da proposição de que o setor externo vem adquirindo maior capacidade de resistir a fatores desestabilizadores buscam respaldo nos indicadores tradicionais de endividamento externo, os quais, em geral, seguiram trajetória de melhora contínua durante o recorte temporal estudado, conforme demonstra a tabela 2:

⁴¹ Sobre este amplo conjunto de medidas, ver Prates e Cunha (2011, p. 78).

Tabela 2: Indicadores de Endividamento Externo do Brasil

Discriminação	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Serviço dív./export. (%)	126,5	88,6	84,9	82,7	72,5	53,7	55,8	41,3	32,4	19	28,5	23	20,5	22,3	30,9
Serviço dívida/PIB (%)	10,4	7,6	8,9	9,9	9,6	7,8	7,5	5,2	3,8	2,3	2,7	2,2	2,1	2,4	3,3
Juros/exportações (%)	33,7	29	28	23,6	19,4	14,8	12,2	10,8	9,5	7,9	9,1	6,7	6	6,1	6,4
Dívida total/PIB (%)	41,2	36,6	37,9	41,8	38,8	30,3	19,2	15,9	14,1	12	12,2	12	12	13,9	13,8
Dív. total líq./PIB (%)	32,4	29,5	29,4	32,7	27,3	20,4	11,5	6,9	-0,9	-1,7	-3,8	-2,4	-2,9	-4,0	-4,2
Reservas (liquidez)/dív. total (%)	15,1	14	17,1	18	22,9	26,3	31,7	49,7	93,3	104,3	120,6	112,4	118	121	121,8
Dívida total/exportações	5	4,3	3,6	3,5	2,9	2,1	1,4	1,3	1,2	1	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3
Dív. total líq./export.	4	3,5	2,8	2,7	2,1	1,4	0,9	0,5	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Reserv. (liquidez)/juros	2,2	2,1	2,2	2,7	3,5	3,7	3,7	5,8	11,8	13,3	17,2	21,4	22,8	25,7	24,4

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

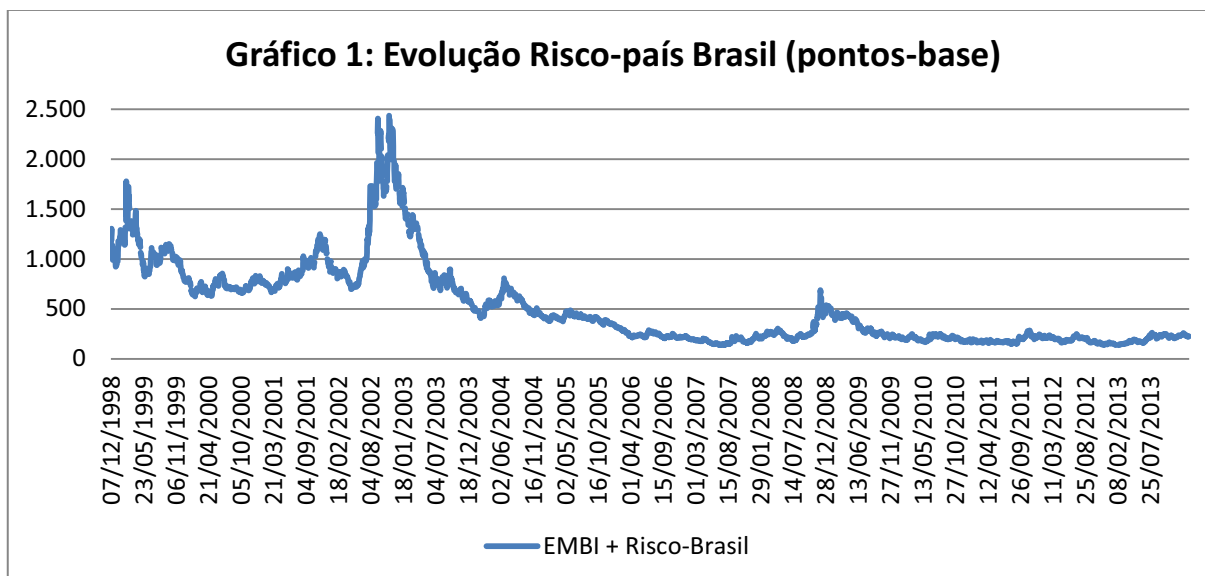
Para esta linha de argumentação, estes indicadores evidenciam situação de solvência externa muito favorável em comparação com padrões históricos, refletida, por exemplo, no nível recorde de reservas cambiais e na dívida externa líquida negativa⁴², características que tornaram o país, desde 2007, um credor internacional (BCB, 2013a; COUTINHO, 2010).

Por conseguinte, houve expressivo aumento da confiança da comunidade internacional no Brasil, traduzindo-se no ingresso abundante de capitais, principalmente IED⁴³, e numa evolução favorável dos indicadores de risco-país, como o EMBI +⁴⁴, como ilustra o gráfico 1:

⁴² A dívida externa total líquida equivale à dívida total, descontadas as reservas cambiais no conceito liquidez, os créditos brasileiros no exterior e os haveres de bancos comerciais (BCB, 2013a).

⁴³ O investimento direto total líquido representou, em média, 85% dos recursos que entraram pelas contas capital e financeira entre janeiro de 2007 e junho de 2014. Para Silva (2014, p. 9), “Essas informações refletem a boa percepção dos investidores estrangeiros sobre a economia brasileira – na verdade, uma visão bem mais otimista que a dos empresários nacionais.”

⁴⁴ “O EMBI+Br é um índice que reflete o comportamento de títulos da dívida externa brasileira. A variação do índice entre duas datas permite calcular o retorno de uma carteira composta por esses títulos. O spread do EMBI+Br é o valor normalmente utilizado pelos investidores e público em geral como medida do risco-Brasil e corresponde à média ponderada dos prêmios pagos por esses títulos em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos, que são considerados livres de risco. Basicamente, o mercado usa o EMBI+Br para medir a capacidade de o país honrar os seus compromissos financeiros, ou seja, quanto maior a pontuação do indicador de risco, maior é o risco de crédito do país a que se refere.” (BCB, 2013b, p. 7).



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Estes resultados culminaram, em 2008, na melhora da avaliação de risco soberano do Brasil, classificado pelas agências internacionais com o *rating*⁴⁵ grau de investimento:

Esse é o nível no qual uma economia apresenta maior segurança para o capital estrangeiro em termos de investimentos em títulos públicos, aos olhos dos administradores de grandes fundos internacionais. A expectativa de melhora na classificação aconteceu devido à evolução positiva de diversos indicadores macroeconômicos, principalmente na estrutura fiscal, e a conseqüente redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira (OLIVEIRA; SILVA, 2006, p. 61).

O reconhecimento dos mercados sobre a maior segurança do país como destino de investimentos estrangeiros reforçou os argumentos favoráveis à tese sobre a redução gradativa de sua fragilidade externa durante o recorte estudado, especialmente, a partir de 2003.

Por outro lado, de acordo com outra linha de argumentação - crítica à proposição supracitada -, todos estes indicadores são insuficientes, por informarem apenas a capacidade de solvência de curto prazo da economia, sendo eles próprios afetados por fatores especulativos e expectacionais. Assim, os indicadores mais relevantes são aqueles capazes de identificar o peso dos capitais com perfil especulativo no passivo externo nacional (CORREA; MOLLO; BIAGE, 2008).

Para Gonçalves (2012) e Munhoz e Gonçalves (2012), mesmo os indicadores baseados na dívida externa são equivocados, por desconsiderarem o fato de que esta constitui apenas um dos componentes do passivo, que vem perdendo participação desde 1999, sendo

⁴⁵ O *rating* avalia a capacidade e a disposição de um governo honrar integralmente e com pontualidade o serviço da dívida, funcionando como estimativa da probabilidade de inadimplência futura. Para o seu cálculo são considerados diversos fatores de risco, econômicos e políticos, dentre os quais figuram elementos do setor externo da economia, como a liquidez externa e a carga de endividamento externo público e privado. Sobre os critérios para o cálculo do *rating*, ver *Standard & Poor's* (online).

compensada por investimentos estrangeiros especulativos. Destarte, o argumento de que o país está protegido porque as reservas cambiais superaram a dívida externa é enganoso. Ao contrário, a situação atual preocupa, pois o estoque de IEC representa mais que o dobro das reservas, que poderiam desaparecer na hipótese de uma reversão súbita destes passivos.

Na próxima subseção deste trabalho, serão acrescentados novos argumentos a este debate, por uma análise original, baseada em Minsky (2010), que avalia as implicações tanto dos resultados conjunturais, decorrentes dos saldos em CA, como estruturais, expressos pela composição dos passivos e ativos externos, para a fragilidade externa da economia brasileira.

3.2 A Fragilidade Financeira Externa da Economia Brasileira: Aplicação dos Indicadores Minskyanos

Nesta subseção será realizada uma interpretação minskyana sobre a fragilidade do setor externo da economia brasileira entre 1999 e 2013, pela aplicação de um conjunto de indicadores. Na subseção 3.2.1, a fragilidade é avaliada do ponto de vista operacional. Na subseção 3.2.2, o estudo segue com a análise da fragilidade sob seu aspecto estrutural. Por fim, a subseção 3.2.3 reúne as duas medidas anteriores para uma compreensão abrangente da fragilidade externa e avalia as consequências da mesma sobre o setor externo do país.

3.2.1 A Fragilidade Financeira Externa Operacional

A equação (6), detalhada na subseção 2.2.1, formaliza os elementos das contas externas considerados na classificação da fragilidade externa operacional do país:

$$NX_i + r_i^{FA}FA_{i-1} + UT_i + \Delta FR_i \geq \leq r_i^{FD}FD_{i-1} + MD_i \quad i = 1, \dots, n \quad (6)$$

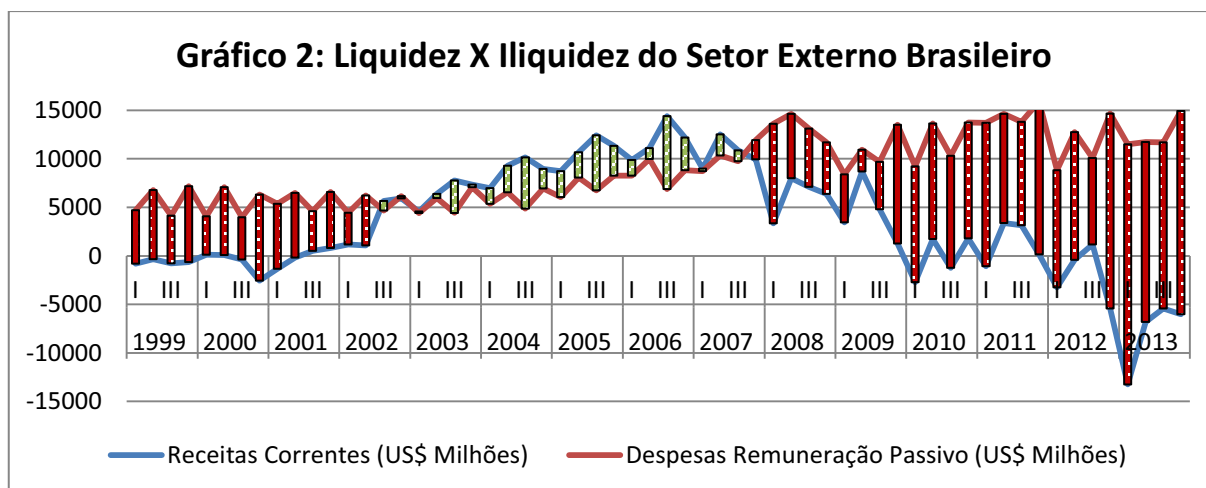
A expressão acima foi construída para o Brasil a partir das informações de seu BP disponibilizadas pelo BCB, conforme o quadro 2:

Quadro 2: Informações do BP para as Medidas de Fragilidade Externa Operacionais⁴⁶

Disponibilidade de Recursos Correntes	
NX	Saldo da Balança Comercial (FOB); Saldo da Balança de Serviços.
r^{FAFA}	Receita – Conta de Rendas.
UT	Transferências Unilaterais Correntes (líquido).
Demanda Total por Recursos Correntes	
r^{FD}FD	Despesa – Conta de Rendas.
MD	Débito de Investimento estrangeiro direto; Débito de Investimento estrangeiro em carteira; Amortização de Crédito comercial – Fornecedores LP; Amortização FMI; Amortização de Outras operações de regularização; Amortização de Outros empréstimos LP; Amortização de Empréstimos e financiamentos - demais setores LP;
Demais débitos da Conta Financeira⁴⁷	Saldo de Investimento brasileiro direto; Saldo de Investimento brasileiro em carteira; Saldo de Outros investimentos brasileiros; Derivativos (líquido); Moeda e depósito (líquido); Outros passivos LP e CP (líquido).

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O gráfico 2 demonstra a relação entre as receitas correntes, desconsiderando as reservas, e as despesas com a remuneração do passivo externo ($r^{FD}FD$) pagas a cada trimestre entre 1999 e 2013. As barras verticais vermelhas ilustram os períodos e as dimensões de iliquidez das contas externas, representadas por déficits em CA, enquanto as verdes mostram seus momentos de liquidez e suas dimensões:



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

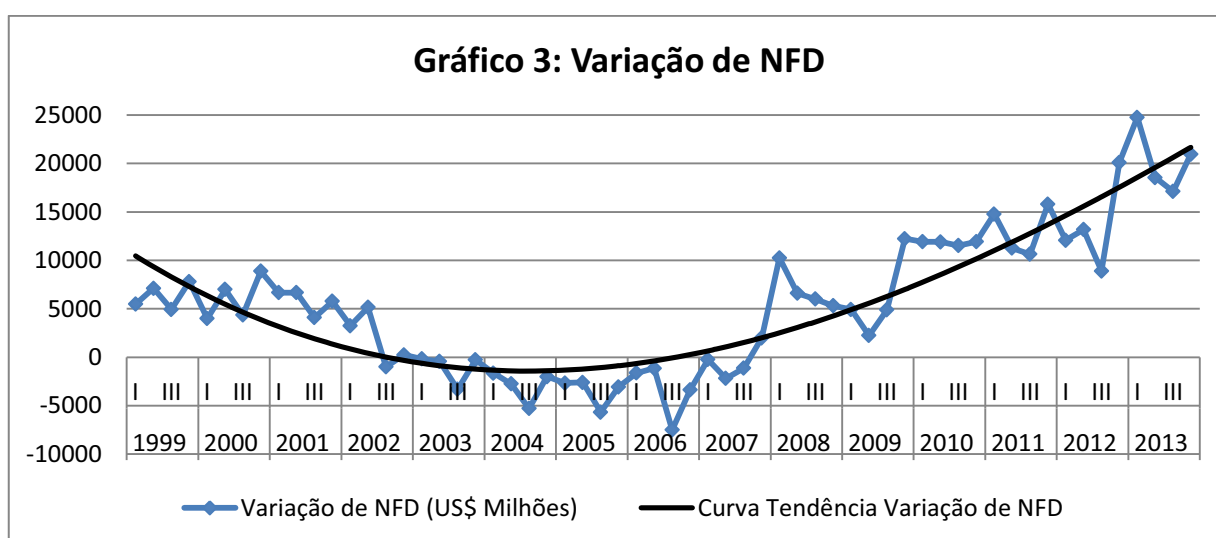
De acordo com o gráfico 2, as receitas superaram as despesas com a remuneração do passivo externo apenas entre 2003 e 2007. Neste período, NDF sofreu uma redução⁴⁸. Por

⁴⁶ No apêndice A desta dissertação encontram-se os dados utilizados para a construção das medidas de fragilidade financeira externa operacionais.

⁴⁷ Este item mensura outros componentes da conta financeira do BP que registram débitos, ou seja, representam um fluxo de saída de moeda estrangeira a cada período. Assim, torna-se possível estimar, pela soma dos componentes do lado direito da equação, a demanda total por moeda estrangeira do BP a cada período.

outro lado, entre 1999 e 2002 e entre 2008 e 2013, estas despesas não puderam ser totalmente pagas com as receitas correntes, momentos onde esta diferença precisou ser coberta por refinanciamentos estrangeiros e NFD cresceu. Portanto, os resultados sugerem que, sob a perspectiva operacional, o setor externo do país apresentou postura *Ponzi* entre 1999 e 2002 e entre 2008 e 2013 e postura especulativa de 2003 até 2007; dado que NFD foi positivo durante todo o recorte temporal analisado, em nenhum período se observou postura *hedge*.

A classificação dos regimes de financiamento prossegue pela análise do ritmo de expansão de NFD, conforme equação (5) descrita na subseção 2.2.1, e sua curva de tendência, representados no gráfico 3:



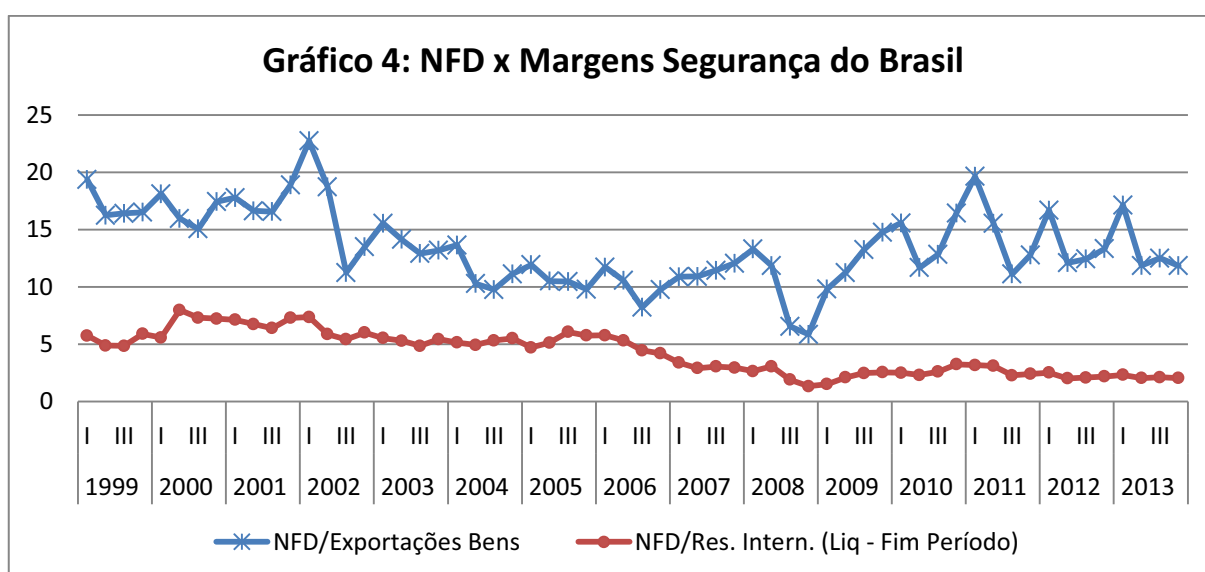
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O comportamento da variação de NFD permite interpretar que a fragilidade operacional do setor externo brasileiro seguiu um padrão cíclico durante o período analisado, no qual se identificam três fases. Em geral, entre 1999 e 2002, NFD cresceu a taxas decrescentes, o que permite qualificar o setor externo do país como *Ponzi* sustentável. De 2003 até 2007, o movimento de expansão de NFD foi revertido e a fragilidade reduzida, caracterizando a postura especulativa. Por fim, entre 2008 e 2013, a retomada do crescimento de NFD representou um segundo período de fragilização operacional, que ocorreu, todavia, a taxas em expansão, característica que qualificou o setor externo como *Ponzi* insustentável.

A postura *Ponzi* insustentável é um sinal de alerta ao país. Em algum momento futuro, a trajetória de NFD deverá ser contida, seja pelo ajuste voluntário das contas externas, através das margens de ação disponíveis, ou pelo ajuste impositivo diante de sua insustentabilidade, alternativa já experimentada pela economia com o advento da crise cambial de 1999.

⁴⁸ Esta conclusão parte da análise dos fluxos de créditos líquidos (saldos em CA) sobre a NFD do país. Como enfatizado anteriormente neste trabalho, outros fatores também podem alterar NFD.

O gráfico 4 ilustra os efeitos da fragilidade operacional sobre duas margens de segurança do país: o volume de reservas internacionais e o desempenho das exportações líquidas. Para o Brasil, os resultados de suas exportações líquidas dependem principalmente das exportações de bens registradas na balança comercial. Assim como seu volume de reservas, a capacidade de gerar divisas autônomas em moeda estrangeira por meio desta conta é um importante fator considerado para a formação das expectativas dos investidores estrangeiros. Os efeitos da fragilidade sobre estas margens foram estimados pelas razões entre o estoque de NFD e as exportações de bens e o estoque de NFD e as reservas internacionais⁴⁹, conforme descreve o gráfico 4:



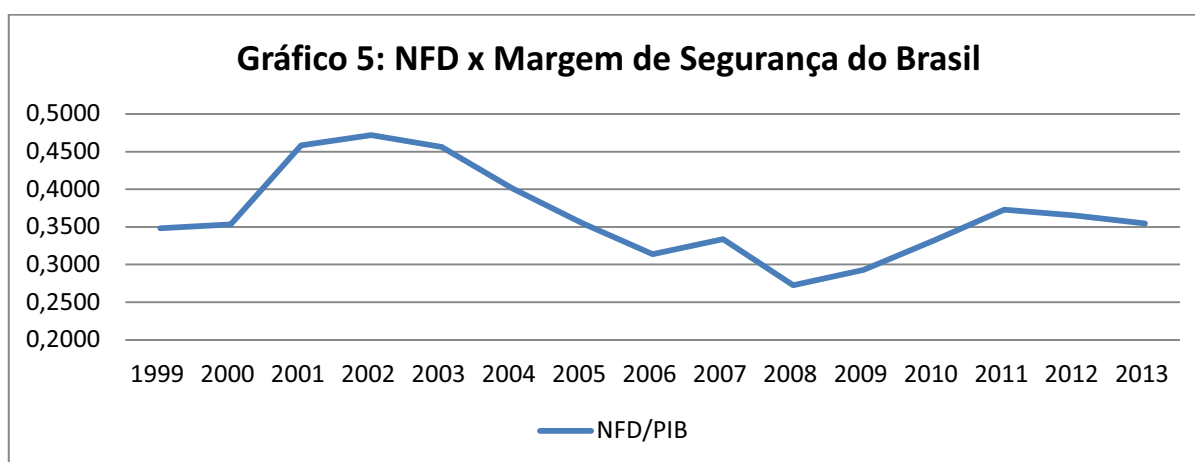
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Entre 1999 e 2002, registraram-se os maiores resultados de ambas as razões em todo o recorte analisado, indicando crescimento mais acelerado da fragilidade operacional em comparação aos dois instrumentos de segurança. Entre 2003 e 2007, os valores de ambas as razões sofreram, em geral, um processo de gradativa redução, ou seja, as reservas e as exportações de bens se expandiram mais rapidamente do que NFD, o que evidencia a recomposição das margens de segurança no momento de queda da fragilidade operacional. Por fim, de 2008 até 2013, as medidas apresentaram comportamentos distintos. A razão entre o estoque de NFD e as exportações de bens teve sua trajetória de queda revertida, embora seus valores em expansão ainda tenham ficado, em média, em patamares bem inferiores àqueles do

⁴⁹ Entre o último trimestre de 2001 e 2013, o valor NFD foi obtido pelos dados da PII do Brasil, disponibilizados pelo BCB. Os valores anteriores são estimativas, obtidas, para cada período t, pela diferença entre o valor do estoque de NFD do período t + 1 e o valor do saldo em CA do período t + 1. O valor das reservas internacionais é dado pelo conceito liquidez e calculado ao fim do período.

primeiro período da série. Por outro lado, a razão entre NFD e as reservas cambiais continuou sua trajetória de queda em 2008 e, posteriormente, se manteve praticamente estável.

A dimensão de NFD representa um dos fatores responsáveis por determinar o valor da renda nacional drenada ao exterior a cada período para servir aos compromissos externos. Sendo assim, a razão entre NFD e PIB ilustra um terceiro instrumento de segurança do setor externo de uma economia. Seu crescimento deve afetar negativamente as expectativas dos credores sobre os retornos de seus investimentos e sobre a posição de solvência externa do país. O gráfico 5 ilustra esta razão, a partir dos dados anuais disponíveis, entre 1999 e 2013⁵⁰:



Fonte: Banco Central do Brasil e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Elaboração própria.

De um modo geral, é possível constatar que a razão entre NFD e PIB cresceu de modo acentuado entre 1999 e 2002, atingindo neste último ano seus maiores resultados em todo o recorte analisado. A partir de 2003, iniciou-se trajetória de forte queda desta razão até 2008, onde atingiu seu menor resultado desde 1999. Por fim, entre 2009 e 2013, ocorreu nova, porém menos acentuada, trajetória de expansão.

A tabela 3 resume os resultados sobre os gráficos 4 e 5, por meio dos valores médios de todas as razões em cada um dos três períodos analisados:

Tabela 3: NFD X Margens de Segurança – Valores Médios por Período

Período	1999-2002	2003-2007	2008-2013
NFD/Exp. Bens Média	16,950	11,441	12,920
NFD/Res. Intern. Média	6,353	4,783	2,351
NFD/PIB Média	0,408	0,372	0,332

Fonte: Banco Central do Brasil e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Elaboração própria.

Os valores da tabela 3 indicam que todas as margens de segurança tiveram seus piores resultados em relação à NFD durante o primeiro período, ganharam robustez em relação a

⁵⁰ Para NFD, utiliza-se a mesma série do gráfico 4, transformando seus valores trimestrais em anuais pela média aritmética simples.

NFD no segundo período e continuaram as trajetórias de melhora relativa no terceiro período. A exceção é feita apenas para as exportações de bens no terceiro período, as quais sofreram pequeno revés em sua trajetória de melhora relativa, apresentando, todavia, desempenho próximo daquele do período anterior e, assim, bastante superior ao verificado em 1999-2002.

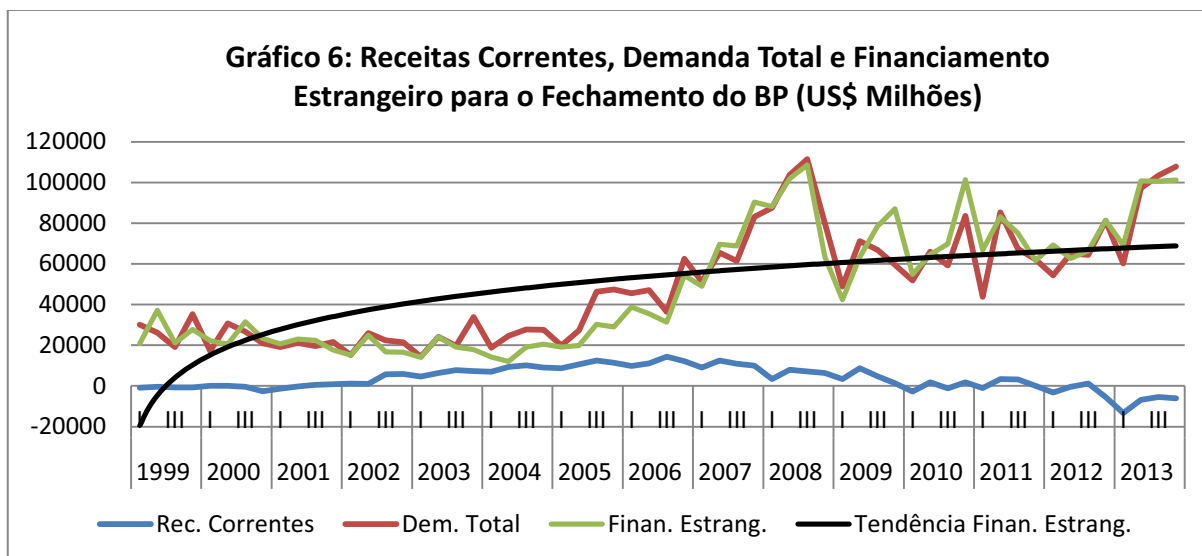
Estes resultados sugerem que o Brasil desde 2003 vem adquirindo gradativamente uma maior capacidade de sustentar suas contas externas. Embora no terceiro período o setor externo tenha apresentado seus piores resultados operacionais, caracterizando o regime *Ponzi* insustentável, o crescimento acelerado de NFD não foi suficiente para deteriorar suas margens de segurança a níveis comparáveis àqueles alcançados no primeiro período.

Por último, no gráfico 6, demonstra-se a relação entre as receitas correntes, a demanda total por divisas cambiais e a participação dos financiamentos estrangeiros para o equilíbrio das contas do BP. Conforme a equação (6), sempre que as receitas correntes não são suficientes para assegurar o valor total demandado em moeda estrangeira a cada período, o fechamento do BP deve ser assegurado por financiamentos estrangeiros ou, em último caso, pelo uso das reservas cambiais. Os financiamentos estrangeiros foram calculados conforme o quadro 3. O gráfico apresenta ainda a curva de tendência deste último:

Quadro 3: Informações do BP que Compõem os Financiamentos Estrangeiros

Financiamentos Estrangeiros
Crédito de investimento estrangeiro direto;
Crédito de investimento estrangeiro em carteira;
Ingresso de crédito comercial – fornecedores LP;
Ingresso FMI;
Ingresso de outras operações de regularização;
Ingresso de outros empréstimos LP;
Ingresso de empréstimos e financiamentos - demais setores LP.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Em todos os anos analisados, houve significativa disparidade entre receitas e demanda por recursos correntes. Como esperado, esta diferença foi mais expressiva nos períodos onde o setor externo foi classificado como *Ponzi* e sofreu redução quando este último assumiu a postura especulativa. Os financiamentos estrangeiros sempre tiveram participação majoritária na função de assegurar o provimento de recursos em moeda estrangeira para garantir o fechamento global do BP. Sendo esta participação diretamente afetada pela expansão da fragilidade operacional, observou-se, no último período, o crescimento mais acentuado da mesma em todo o recorte temporal avaliado.

Os resultados apresentados até aqui induzem a um questionamento sobre a sustentabilidade do BP nos dois períodos em que o setor externo foi classificado como *Ponzi*. As crises de 1999 e 2001 marcaram os únicos momentos durante o recorte temporal analisado nos quais a demanda em expansão por recursos estrangeiros não foi acompanhada por uma oferta proporcional de financiamentos externos. Este descasamento entre oferta e demanda obrigou o país a utilizar boa parte de suas reservas cambiais e a adotar um processo de ajuste forçado de suas contas externas para reequilibrar o BP e restaurar a confiança dos mercados externos na economia brasileira. Portanto, as duas crises cambiais não deixam dúvidas sobre a incapacidade de o país assegurar o equilíbrio de suas contas externas durante este período.

Por outro lado, no segundo período *Ponzi*, a expansão acelerada da fragilidade operacional conduziu o país a uma demanda média por recursos externos 3 vezes superior àquela do primeiro período *Ponzi*. Entretanto, ao contrário do ocorrido em 1999 e em 2001, desta vez, os mercados financeiros viabilizaram uma oferta de capitais estrangeiros que, em diversos momentos, ultrapassou o valor necessário para o fechamento do BP. O excesso de

oferta de moeda estrangeira tornou possível o acúmulo expressivo de reservas cambiais, cujo estoque cresceu cerca de 10 vezes entre 1999 e 2013 e atingiu, em 2012, o valor aproximado de US\$379 bilhões, um recorde histórico para o Brasil. Portanto, neste segundo momento *Ponzi*, o equilíbrio do BP foi alcançado com facilidade, o que evidencia que o avanço da fragilidade operacional e da dependência de financiamentos externos dela decorrente não foi suficiente para abalar a confiança dos mercados internacionais sobre a economia brasileira.

As explicações para as diferenças no comportamento do mercado financeiro externo nos dois períodos *Ponzi* são desenvolvidas ao longo desta subseção (3.2). Por enquanto, argumentou-se que o desempenho das margens de segurança em relação à fragilidade externa operacional do país foi bastante superior no segundo momento *Ponzi*, o que contribuiu para as expectativas mais favoráveis dos credores neste último período, assegurando melhores condições externas de financiamento. Na próxima subseção, argumentos adicionais são trabalhados por meio da análise da fragilidade financeira externa estrutural da economia.

3.2.2 A Fragilidade Financeira Externa Estrutural

Na subseção 2.2.2, definiu-se como capitais com viés de curto prazo os investimentos em carteira, moeda e depósitos, os empréstimos de curto prazo em geral e os derivativos. Estudos recentes, ao avaliarem a volatilidade dos fluxos da conta financeira do BP do Brasil e de outros países emergentes, confirmaram a elevada volatilidade dos fluxos destas categorias de capitais em comparação às demais, movimentos estes fortemente influenciados por eventos desestabilizadores externos e internos às economias avaliadas (CORREA; MOLLO; BIAGE, 2008; MUNHOZ; KOBAYASHI; CORREA; 2010; CORREA; MUNHOZ; PEREIRA; 2012).

O estudo da fragilidade externa estrutural do Brasil baseia-se nesta classificação para analisar a composição de seus estoques de passivos e ativos externos. Antes disso, são descritas as características relevantes ao nosso propósito das categorias de capitais que compõem estes estoques, a partir das informações da PII disponibilizadas pelo BCB, entre dezembro de 2001 e dezembro de 2013⁵¹, conforme a tabela 4:

⁵¹ As informações estão disponíveis apenas a partir de dezembro de 2001.

Tabela 4: Posição Internacional de Investimento do Brasil - US\$ Bilhões

Discriminação	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06	dez/07	dez/08	dez/09	dez/10	dez/11	dez/12	dez/13
Inv. estr. direto	121,9	100,9	132,8	161,3	181,3	220,6	309,7	287,7	400,8	682,3	695,1	718,9	728,9
Inv. estr. carteira	151,5	135,1	165,8	184,6	232,2	304,2	508,4	287,5	562,6	668,5	600,8	638,8	577,6
Derivativos	0,0	0,2	0,1	0,3	0,2	0,4	1,8	2,5	3,4	3,8	4,7	3,0	6,3
Outros inv. estr.	97,1	105,5	105,3	97,1	67,8	78,1	95,5	109,8	107,9	152,7	186,0	195,7	198,2
Crédito comercial	6,2	9,1	8,7	4,5	4,7	4,8	10,7	16,6	2,1	2,0	1,9	1,9	1,7
Longo prazo	5,2	6,7	8,2	4,3	4,5	4,7	10,6	16,1	1,9	1,9	1,8	1,9	1,7
Curto prazo	1,0	2,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Empréstimos	84,2	87,4	91,4	83,6	55,6	66,8	76,7	84,7	100,6	145,8	179,0	188,5	191,3
Autor. monetária	9,2	21,5	28,9	25,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Governo	22,1	22,4	20,7	19,4	18,0	18,2	18,2	19,2	20,5	24,0	20,0	25,5	28,2
Bancos	31,9	24,2	27,0	24,1	23,8	25,6	43,5	48,3	42,4	65,2	89,8	91,4	86,3
Longo prazo	12,0	7,3	9,7	7,3	7,5	9,0	12,7	17,6	17,0	22,0	52,6	59,8	54,5
Curto prazo	19,9	17,0	17,3	16,9	16,3	16,6	30,9	30,8	25,4	43,2	37,1	31,6	31,8
Demais setores	21,0	19,2	14,9	14,6	13,4	22,9	15,0	17,2	37,7	56,6	69,2	71,6	76,7
Longo prazo	18,7	18,9	14,6	14,1	13,2	22,2	14,6	16,8	36,4	51,4	67,4	71,4	76,7
Curto prazo	2,3	0,3	0,3	0,5	0,2	0,6	0,4	0,5	1,4	5,2	1,8	0,2	0,0
Moeda e depósitos	0,2	0,4	0,2	0,4	0,6	0,8	1,2	0,6	0,7	0,5	0,6	0,9	0,9
Outros passivos	6,6	8,7	4,9	8,6	6,9	5,8	6,9	7,9	4,5	4,4	4,4	4,4	4,4
Passivo externo	370,6	341,8	404,0	443,3	481,5	603,4	915,4	687,5	1.074,7	1.507,3	1.486,6	1.556,4	1.511,1
Inv. bras. direto ext.	49,7	54,4	54,9	69,2	79,3	113,9	141,9	157,8	167,1	191,3	206,2	270,9	293,3
Inv. bras. carteira	6,4	5,8	7,0	9,4	10,8	14,4	19,3	14,6	16,5	38,2	28,5	22,1	26,6
Derivativos	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	0,4	0,8	0,7	0,6	0,6
Outros inv. bras.	16,9	16,4	25,3	20,1	28,0	29,1	42,9	45,4	44,1	51,6	54,8	64,0	67,8
Ativos de reservas	35,9	37,8	49,3	52,9	53,8	85,8	180,3	193,8	238,5	288,6	352,0	373,1	358,8
Ativo externo	108,9	114,6	136,5	151,7	172,0	243,4	384,5	412,2	466,7	570,5	642,1	730,7	747,0
Passivo externo líq.	261,7	227,2	267,5	291,6	309,5	360,0	530,8	275,3	608,0	936,8	844,5	825,6	764,0

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Inicia-se a avaliação do PEB a partir do item OIE, no qual se encontra a maior parte da dívida externa⁵². Em geral, de 2001 a 2013, os OIE se expandiram 104%, saltando de US\$97,1 bilhões para US\$198,2 bilhões. Apesar da trajetória geral de crescimento, os OIE vêm perdendo participação no PEB. Em 2002, representavam 30,9% do PEB, contra 39,5% dos IEC e 29,5% dos IED. Em 2013, sua participação caiu consideravelmente, encontrando-se em 13,2%, contra 38,2% do IEC e 48,2% do IED.

Uma segunda característica da composição dos OIE que permaneceu durante todo o recorte temporal analisado foi o seu perfil majoritariamente de longo prazo (LP). Os OIE de curto prazo (CP) nunca representaram mais que 6,3% do PEB, encontrando-se em boa parte do tempo abaixo dos 4% e, em 2012 e 2013, em 2,1% e 2,2%, respectivamente. Em valores

⁵² Uma parcela da dívida externa se encontra em investimentos em carteira – títulos de renda fixa – bônus e notas (BCB, 2011, *online*).

médios anuais, de 2001 a 2013, os OIE LP⁵³ somaram US\$95 bilhões, representando 13% do PEB, enquanto os OIE CP somaram US\$27,8 bilhões, valor equivalente a 3,7% do PEB.

Sobre o subitem moeda e depósitos, apontado como bastante volátil nos estudos empíricos supracitados, este registrou quantias bastante pequenas, sempre abaixo de US\$1 bilhão por ano, exceto em 2007, quando atingiu US\$1,2 bilhão. Este último valor, todavia, equivalia a apenas 0,0013% do PEB registrado no mesmo ano.

As informações sobre a participação dos OIE no PEB se encontram na tabela 5, que ilustra a participação percentual dos principais itens dos passivos e ativos externos do Brasil:

Tabela 5: Composição Percentual da Posição Internacional de Investimento do Brasil

Discriminação	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08	dez-09	dez-10	dez-11	dez/12	dez/13
Inv. estr. direto	32,9	29,5	32,9	36,4	37,7	36,6	33,8	41,8	37,3	45,3	46,8	46,2	48,2
Inv. estr. carteira	40,9	39,5	41,0	41,6	48,2	50,4	55,5	41,8	52,3	44,3	40,4	41,0	38,2
Derivativos	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4
Outros inv. estr. LP	19,9	25,0	21,5	17,9	10,5	9,9	6,9	11,3	7,5	6,9	9,8	10,5	11,0
Outros inv. estr. CP	6,3	5,9	4,6	4,1	3,6	3,0	3,6	4,7	2,6	3,2	2,7	2,1	2,2
Passivo externo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Inv. no exterior	67,1	67,0	63,9	65,1	68,7	64,7	53,1	53,0	48,9	49,4	45,2	48,9	52,0
Ativos de reservas	32,9	33,0	36,1	34,9	31,3	35,3	46,9	47,0	51,1	50,6	54,8	51,1	48,0
Ativo Externo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
PEB LP/PEB	52,8	54,5	54,4	54,2	48,1	46,5	40,7	53,1	44,8	52,2	56,6	56,7	59,2
PEB CP/PEB	47,2	45,5	45,6	45,8	51,9	53,5	59,3	46,9	55,2	47,8	43,4	43,3	40,8
PEB CP/Ativ. Res.	4,88	4,11	3,74	3,83	4,64	3,76	3,01	1,66	2,49	2,50	1,83	1,81	1,72
PEB CP/PIB	0,32	0,31	0,33	0,31	0,28	0,30	0,40	0,20	0,37	0,34	0,26	0,30	0,27

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

As contas mais representativas do PEB durante o recorte temporal estudado foram os IEC e os IED. Nas duas primeiras fases, seus estoques seguiram trajetórias de crescimento. Todavia, o primeiro item expandiu-se, em geral, com velocidade superior ao segundo. Por conseguinte, em todos os anos entre 2001 e 2007, os valores de IEC superaram aqueles de IED e a diferença entre os ambos cresceu ano a ano. De 2008 a 2013, evidenciou-se uma mudança no comportamento destas séries. Enquanto os IED seguiram uma trajetória geral de crescimento, os IEC alternaram anos de crescimento e retração. Como resultado, nesta terceira fase, o estoque de IED superou aquele de IEC, exceto em 2009, e cresceu a taxas superiores. Evidencia-se a mudança no padrão de comportamento destes estoques pela tabela 6:

⁵³ O item OIE LP compreende as subcontas: crédito comercial de longo prazo, empréstimos à autoridade monetária, empréstimos ao governo, empréstimos aos bancos de longo prazo, empréstimos aos demais setores de longo prazo e outros passivos. O item OIE CP compreende as subcontas: crédito comercial de curto prazo, empréstimos aos bancos de curto prazo, empréstimos aos demais setores de curto prazo e moeda e depósitos.

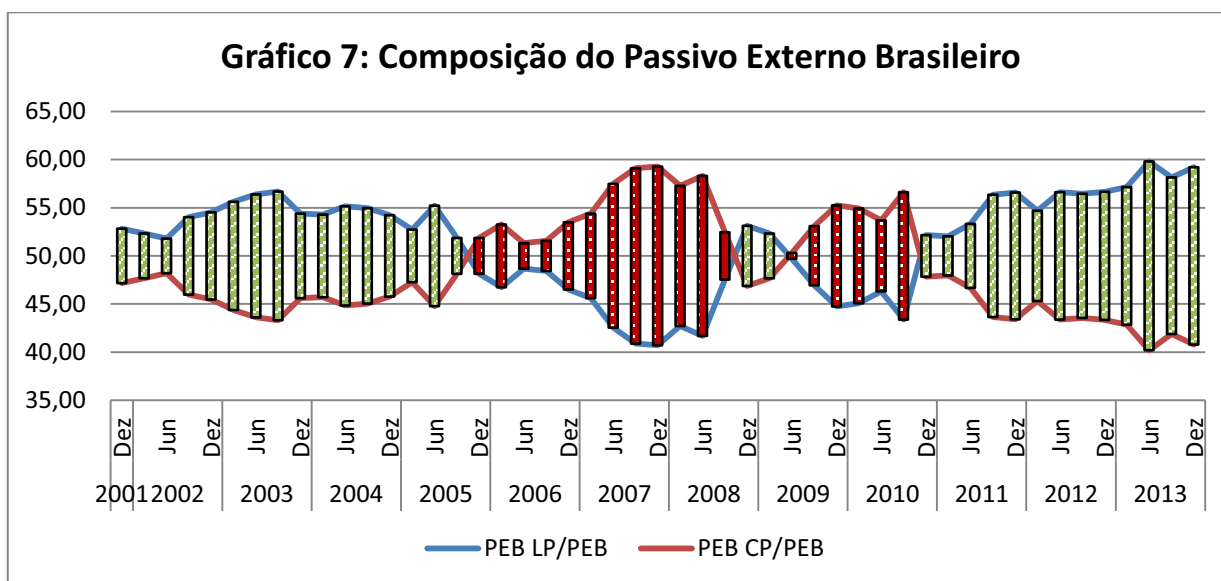
Tabela 6: Diferença entre os Valores dos Estoques de IEC e IED

Discriminação	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06	dez/07	dez/08	dez/09	dez/10	dez/11	dez/12	dez/13
IEC-IED	29,5	34,3	33,0	23,3	50,8	83,6	198,7	- 0,2	161,8	- 13,9	- 94,3	- 80,1	-151,4

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Sobre os derivativos, outra categoria altamente instável, embora seus estoques tenham crescido de modo expressivo desde 2007, ainda assim seus valores continuaram muito pequenos em relação ao PEB. Em 2013, os derivativos totalizaram US\$6,3 bilhões, seu maior montante durante toda a série, o que, entretanto, correspondia a apenas 0,004% do PEB.

As contas analisadas até aqui compõem o PEB brasileiro. No final da tabela 5, as mesmas foram agrupadas segundo seu viés de curto prazo (PEB CP) ou de longo prazo (PEB LP) e apresentadas a partir de sua participação no PEB⁵⁴. A evolução destas séries consta no gráfico 7, em valores trimestrais. As barras verdes evidenciam os períodos e a dimensão em que o PEB LP/PEB superou o PEB CP/PEB, enquanto as barras vermelhas ilustram o oposto:



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

No primeiro período, entre 2001 e 2002, a diferença entre as séries favorável ao PEB LP/PEB ocorreu porque, embora o IEC, principal representante dos capitais de curto prazo, tenha preponderado sobre o IED, os OIE LP, que representavam parcela significativa do PEB, mais do que compensaram a disparidade inicialmente favorável às categorias de curto prazo. Na segunda fase, de 2003 a 2007, houve processo de queda na participação relativa dos capitais de longo prazo, culminando na inflexão da diferença entre as séries. Este resultado decorreu essencialmente em função do ritmo de crescimento mais acelerado dos IEC em relação aos IED, associado à perda de participação dos OIE no PEB. Por fim, na terceira fase,

⁵⁴ As contas do PEB CP são: IEC, derivativos e OIE CP. As contas do PEB LP são: IED e OIE LP.

entre 2008 e 2013, o crescimento gradativo da participação dos capitais de longo prazo, que culminou com nova inflexão entre as séries, ocorreu principalmente pela expansão dos IED a taxas mais aceleradas do que aquelas apresentadas pelos IEC, como ilustrou a tabela 6.

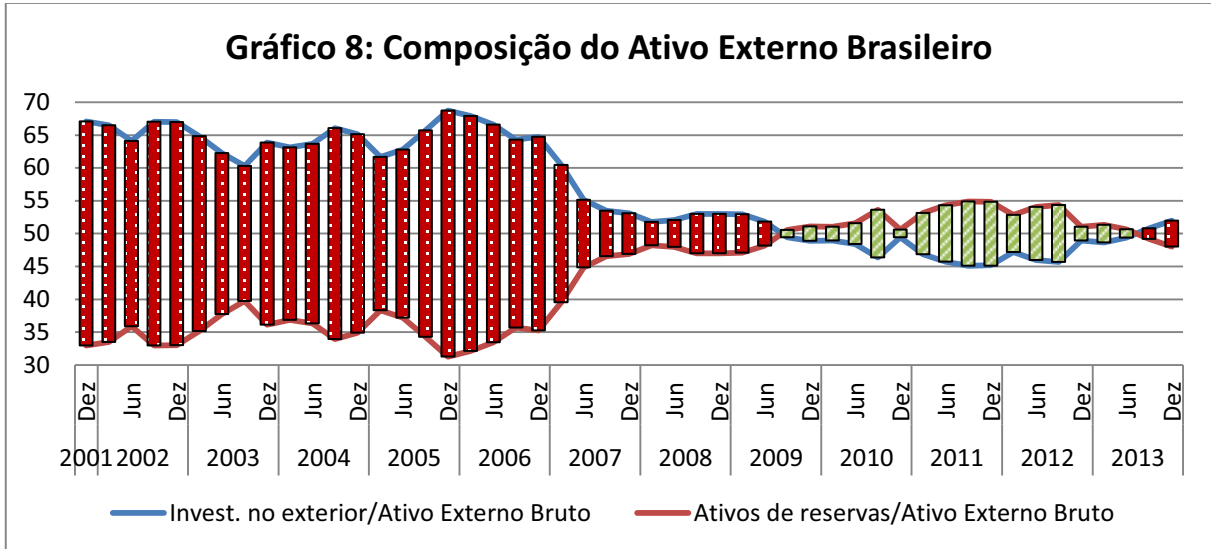
O desempenho dos IED neste último período atuou como importante amortecedor para a economia contra o efeito-contágio produzido pelas instabilidades financeiras nos países centrais em razão do aprofundamento da crise do euro, ao contrabalançar a trajetória instável dos capitais especulativos (PRATES; CUNHA, 2013). O influxo de IED foi ainda o grande responsável pela maior disparidade favorável aos capitais de longo prazo de toda a série, fato ocorrido entre 2010 e 2013, onde o PEB LP/PEB atingiu valor próximo a 60%. Por outro lado, 2007 e início de 2008 foram os momentos em que a participação dos capitais de curto prazo no PEB foi a maior da série, igualmente próximo dos 60%.

Em suma, a participação de capitais de curto prazo no PEB foi maior durante o período caracterizado pela euforia dos mercados internacionais e forte recuperação dos indicadores macroeconômicos brasileiros. Por outro lado, a mesma cai durante o período de maior desconfiança dos mercados no país, em 2001 e 2002, bem como diante do contexto pós-crise financeira de 2007, caracterizado por medidas domésticas para o controle de capitais especulativos e pelo movimento de *boom* do ingresso de IED no país.

A composição do PEB constitui o primeiro elemento considerado para a avaliação da fragilidade externa estrutural da economia. A seguir, é apresentado o item do ativo externo brasileiro⁵⁵ mais relevante para esta análise, os ativos de reservas, que representa o segundo elemento para a construção da nossa medida de fragilidade estrutural.

Entre 2001 e 2005, os ativos de reservas tiveram pequena trajetória de crescimento, saltando de US\$35,9 bilhões para US\$53,8 bilhões, movimento este alterado a partir de 2006, com o início da política agressiva de composição das reservas implantada pelo BCB. Estas intervenções, motivadas pela necessidade de diminuir a volatilidade excessiva do câmbio nominal e reduzir a fragilidade externa do país, resultaram no aumento de 7 vezes das reservas, se comparado a 2005, atingindo US\$358,8 bilhões em 2013. Por conseguinte, este item ganhou gradativamente maior participação no ativo externo do país, avançando de 32,9%, em 2001, para 54,8%, em 2011, e 48%, em 2013, conforme demonstra o gráfico 8. As barras verdes mostram os períodos e a dimensão em que as reservas superaram os demais investimentos na composição do ativo externo, enquanto as vermelhas ilustram o oposto:

⁵⁵ O ativo externo é composto pelos itens investimento direto brasileiro no exterior, investimentos em carteira, outros investimentos, derivativos e ativos de reservas. Na tabela 5, o item investimentos no exterior equivale à soma dos quatro primeiros itens, ou seja, ao ativo externo menos os ativos de reservas.

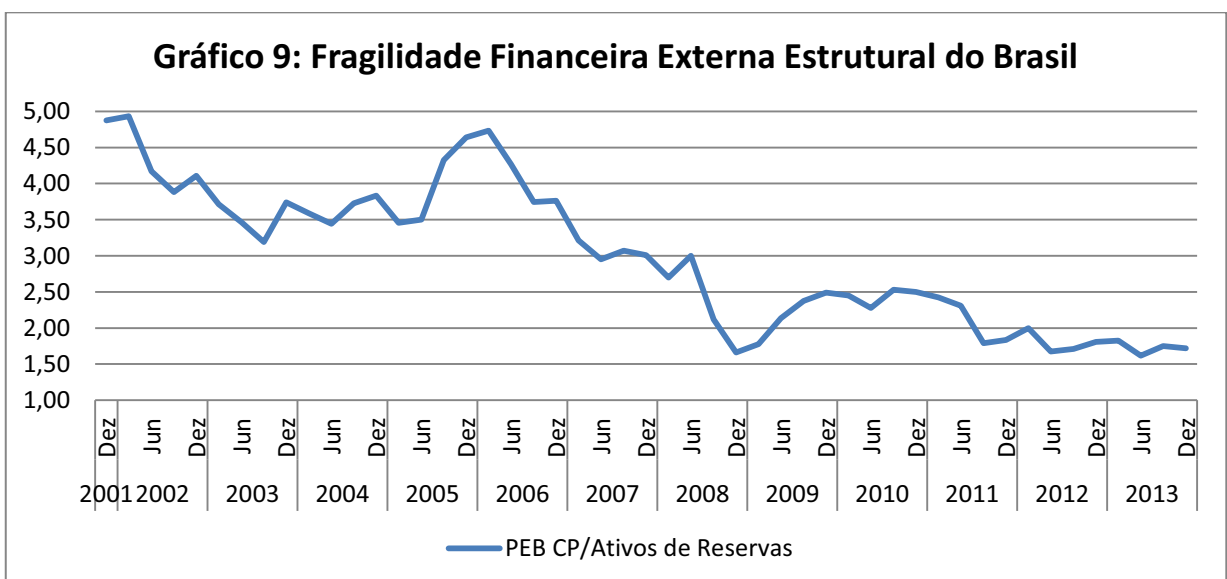


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Embora alguns autores argumentem que a redução da fragilidade externa não tenha sido a principal meta da política de acúmulo de reservas cambiais do BCB, o fato é que tal objetivo foi alcançado com relativo sucesso durante o recorte temporal aqui analisado. Isto porque os ativos de reservas desempenham papel fundamental na determinação do grau de fragilidade externa estrutural da economia, sendo este último mensurado pela equação (7):

$$\text{Fragilidade Financeira Externa Estrutural} = \frac{\text{Passivos de Curto Prazo}}{\text{Ativos de Reservas}} \quad (7)$$

O gráfico 9 ilustra este argumento, com a apresentação da evolução da fragilidade financeira externa estrutural do país⁵⁶, em valores trimestrais, entre 2001 e 2013:



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

⁵⁶ No apêndice B desta dissertação encontram-se os dados utilizados para a construção da medida de fragilidade financeira externa estrutural.

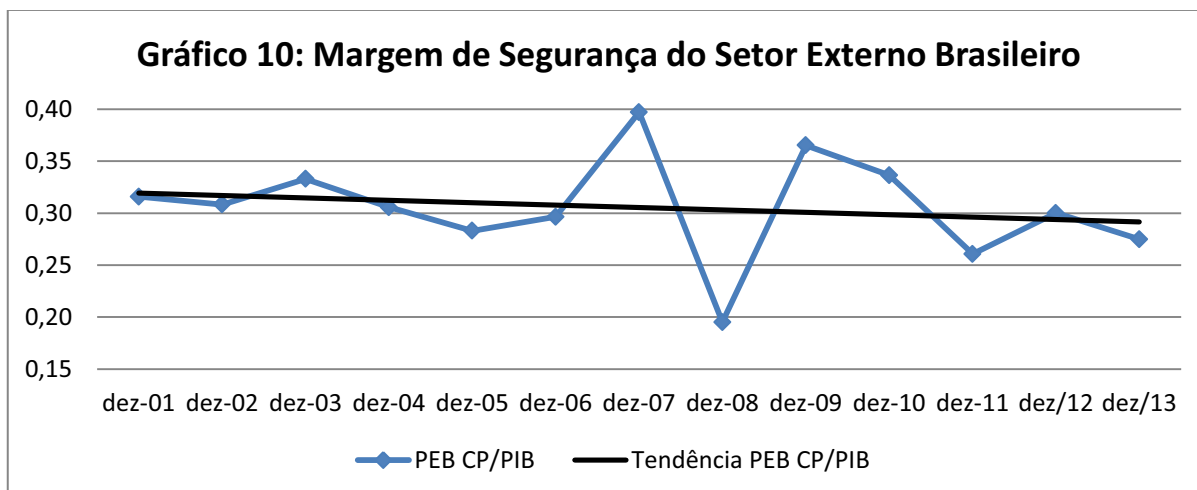
A primeira constatação relevante sobre a razão PEB CP/Ativos de reservas é que, ao longo de todo o recorte temporal avaliado, as formas de endividamento com viés de curto prazo superaram os ativos de liquidez imediata. Isto quer dizer que, na hipótese de uma severa crise cambial, com fuga para o exterior de todo o passivo de maior volatilidade, o país estaria “a descoberto”, ou seja, não haveria ativos de reservas suficientes para assegurar o fechamento global do BP. Destarte, em relação à sua fragilidade externa estrutural, é notório que a economia brasileira esteve durante todo o tempo em uma posição especulativa ou *Ponzi*.

Por outro lado, numa avaliação comparativa, evidencia-se que a fragilidade estrutural apresentou, em geral, trajetória de queda acentuada durante os anos analisados, ou seja, as reservas cambiais cresceram muito mais rapidamente do que os passivos de curto prazo. Entre 2001 e 2013, o PEB CP cresceu 3,5 vezes, mas as reservas cambiais aumentaram 10 vezes.

Como resultado, na primeira fase, em 2001 e 2002, os capitais de curto prazo totalizaram um montante quase 5 vezes superior aos ativos de reservas. Esta razão sofreu expressiva redução durante a segunda fase, entre 2003 e 2007, com exceção feita ao ano de 2005. Em 2008, os capitais de curto prazo eram apenas 1,66 superior aos ativos de reservas, uma queda de 66% em relação ao registrado em 2001. Na terceira fase, entre 2008 e 2013, a razão atingiu, em 2013, o valor de 1,62, o menor em toda a série temporal avaliada.

Portanto, a fragilidade estrutural sofreu gradativa e importante redução entre 2001 e 2013. Embora este movimento não tenha sido suficiente para descaracterizar a postura especulativa ou *Ponzi* assumida pelo setor externo brasileiro, o fato é que o país se encontra estruturalmente menos vulnerável nestes anos recentes do que estava há treze anos.

Por fim, o gráfico 10 apresenta a razão entre PEB CP e PIB, uma importante margem de segurança para o setor externo, e sua linha de tendência. O melhor desempenho do PIB em relação ao PEB CP deve elevar a credibilidade do país frente aos credores externos e, assim, a oferta de financiamento disponibilizada ao mesmo:



Fonte: Banco Central do Brasil e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Elaboração Própria.

Em geral, a razão PEB CP/PIB apresentou trajetória bastante sutil de redução, como demonstra sua linha de tendência, com a presença de oscilações importantes a partir de 2007. Em 2001, o PEB CP equivalia a 32% do PIB, valor que cai para 27% em 2013.

A partir dos resultados médios dos três períodos avaliados, a tabela 7 demonstra a redução gradativa da fragilidade estrutural e os movimentos da razão PEB CP/PIB:

Tabela 7: Fragilidade Externa Estrutural e Margem de Segurança – Valores Médios

Período	2001-2002	2003-2007	2008-2013
PEB CP/Ativos Res. Média	4,395	3,669	2,103
PEB CP/PIB Média	0,312	0,323	0,289

Fonte: Banco Central do Brasil e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Elaboração Própria.

Pela tabela 7, no que diz respeito à razão PEB CP/PIB, nota-se que, assim como foi evidenciado para a medida de fragilidade externa estrutural, seu melhor desempenho se deu entre os anos de 2008 e 2013.

Assim, os resultados apresentados nesta subseção sugerem que a capacidade de resistência do setor externo nacional a fatores desestabilizadores, em geral, vem aumentando desde 2001. O crescimento mais acelerado dos ativos de liquidez imediata em relação ao passivo de curto prazo reduziu, gradativamente, a fragilidade financeira externa estrutural da economia brasileira, contribuindo para a melhora das expectativas dos mercados estrangeiros sobre a mesma, especialmente durante o período 2008-2013.

3.2.3 A Fragilidade Financeira Externa: Avaliação Conjunta das Fragilidades Operacional e Estrutural e da Instabilidade do Balanço de Pagamentos

O primeiro indicador de fragilidade externa construído nesta subseção é aquele proposto por Paula e Alves Jr. (1999) e adaptado por este trabalho. O IFE mensura, de forma conjunta, as fragilidades operacional e estrutural avaliadas nas subseções anteriores. Seu cálculo é realizado a partir da seguinte equação, desenvolvida na subseção 2.2:

$$IFE = (M + D_j + D_{os} + A + CCP_{-1} + PLA_{-1}) / (X + R_j + R_{os} + RE_{-1} + I_d + E_{ml}) \quad (3)$$

A partir das informações sobre os fluxos do BP e da PII do Brasil, a equação acima foi construída para a economia brasileira, conforme o quadro 4:

Quadro 4: Informações do BP que Compõem o IFE⁵⁷

Posições Financeiras em Aberto	
Reais	
M: importações	Importação de bens.
D_j: despesas juros	Despesa com rendas.
D_{os}: despesas outros serviços	Despesa com serviços; Despesa com transferências unilaterais correntes; Despesa com transferência unilateral de capital.
A: amortizações	Amortização de crédito comercial – fornecedores LP; Amortização FMI; Amortização de outras operações de regularização; Amortização de outros empréstimos LP; Amortização de empréstimos e financiamentos - demais setores LP; Débito de investimento estrangeiro direto;
Virtuais ⁵⁸	
CCP: capitais de curto prazo⁵⁹	Estoque de derivativos; Estoque outros investimentos estrangeiros – crédito comercial de curto prazo; Estoque outros investimentos estrangeiros - empréstimos a bancos curto prazo; Estoque outros investimentos estrangeiros – empréstimos a demais setores de curto prazo; Estoque de outros investimentos estrangeiros – moedas e depósitos.
PLA: investimento líquido em portfólio⁶⁰	Estoque de investimentos estrangeiros em carteira;
Recursos Disponíveis	
Receitas Correntes e Reservas Internacionais	
X: exportações	Exportação de bens.
R_j: receitas juros	Receita com rendas.
R_{os}: receitas outros serviços	Receita com serviços; Receita com transferências unilaterais correntes; Receita com transferência unilateral de capital.

⁵⁷ No apêndice C desta dissertação encontram-se os dados utilizados para a construção do IFE.

⁵⁸ Neste trabalho, optou-se por não defasar em um período o valor dos estoques de capitais de curto prazo, do investimento líquido em portfólio e das reservas internacionais.

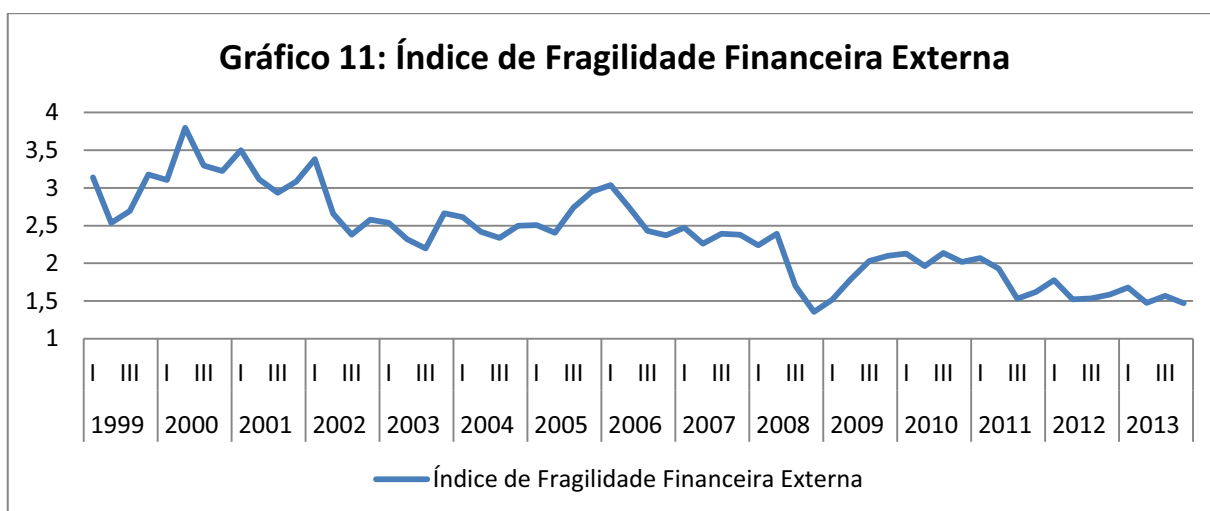
⁵⁹ Os valores a partir de dezembro de 2001 foram retirados dos dados da PII do Brasil. Os valores anteriores a este período advêm da série dívida externa bruta de curto prazo, disponibilizada pelo BCB.

⁶⁰ Os valores a partir de dezembro de 2001 foram retirados dos dados da PII do Brasil. Os valores anteriores a este período foram calculados a partir do somatório, desde 1990, dos fluxos de IEC (líquido) do BP.

RE: reservas internacionais	Estoque de reservas internacionais - conceito liquidez.
Empréstimos e Financiamentos de Médio e Longo Prazo	
I_d: entrada divisas investimentos diretos	Crédito de investimento estrangeiro direto.
E_{ml}: empréstimos médio e longo prazos	Ingresso de crédito comercial – Fornecedores LP; Ingresso FMI; Ingresso de outras operações de regularização; Ingresso de outros empréstimos LP; Ingresso de empréstimos e financiamentos - demais setores LP.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O gráfico 11 apresenta a evolução trimestral do IFE entre 1999 e 2013:



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

De acordo com o gráfico 11, os valores do IFE estiveram sempre acima de um, o que indica que as obrigações reais e virtuais em moeda estrangeira superaram a capacidade de pagamento do país durante todo o recorte temporal estudado. Neste sentido, o Brasil sempre dependeu do refinanciamento junto aos mercados externos para cumprir parte de seus compromissos mais imediatos, reais e potenciais, com não residentes. Esta característica permite a classificação do setor externo brasileiro pela postura especulativa ou *Ponzi*.

Por outro lado, verifica-se que a fragilidade externa seguiu, em geral, uma trajetória de queda entre 1999 e 2013, saltando de uma razão que atingiu o valor de 3,79 em 2000 para 1,47 em 2013, uma expressiva queda de 61%. Isso implica dizer que as obrigações externas reais e virtuais da economia foram sendo cada vez mais cobertas pela combinação de receitas correntes, fontes de financiamento externo de longo prazo e reservas cambiais.

De acordo com o IFE, o setor externo brasileiro esteve mais vulnerável a fatores desestabilizadores justamente durante o período que compreende as duas crises cambiais sofridas pelo país, entre 1999 e 2002. Nesta fase, os elevados desequilíbrios operacionais se somaram ao pior momento da composição da estrutura financeira externa verificada durante

todo o recorte. Na fase seguinte, entre 2003 e 2007, a fragilidade externa sofreu uma diminuição, encontrando-se em patamar intermediário em relação aos outros dois períodos. Isto se deveu ao importante movimento de recuperação dos superávits em CA associado à queda da razão entre estoques de passivos de curto prazo e ativos de liquidez imediata. Por fim, o terceiro período, de 2008 a 2013, caracterizou o momento em que a estrutura financeira do setor externo brasileiro esteve em sua condição de menor fragilidade em toda a série. Embora sob a ótica operacional a fragilidade tenha apresentado seus piores resultados de todo o recorte, sob a perspectiva estrutural esta última foi a menor dentre todos os períodos, sendo os resultados estruturais mais do que suficientes para contrabalançar os déficits operacionais.

Portanto, a necessidade do país recorrer a fundos externos para refinar suas obrigações mais imediatas com não residentes se demonstrou, na terceira fase, a menor de toda a série temporal estudada, à medida que sua capacidade de honrar tais compromissos, seja através de suas receitas correntes, das fontes de financiamento externo de longo prazo ou de suas reservas cambiais, foi a maior dentre os três períodos avaliados.

Assim, se a fragilidade do setor externo do país seguiu uma trajetória de queda, então, o equilíbrio do BP foi atingido, gradativamente, com maior facilidade. A estrutura financeira externa mais robusta implicou em maior credibilidade da economia junto aos mercados internacionais, melhores expectativas de retorno dos investimentos nela aplicados e maior otimismo sobre a capacidade da mesma se manter solvente. Por conseguinte, houve aumento da oferta de financiamentos externos disponibilizada ao país, facilitando o fechamento das contas de seu BP. Como resultado, mediante melhores condições de financiamento, as instabilidades dos fluxos do BP se tornaram gradativamente menos prováveis e frequentes, assim como suas consequências reais e financeiras foram menores.

O segundo índice construído nesta subseção busca avaliar a interpretação desenvolvida no parágrafo anterior. Seu cálculo é realizado a partir da seguinte equação:

$$\text{IFE corrente} = \sum \text{DECME} / \sum \text{DICME} \quad (4)$$

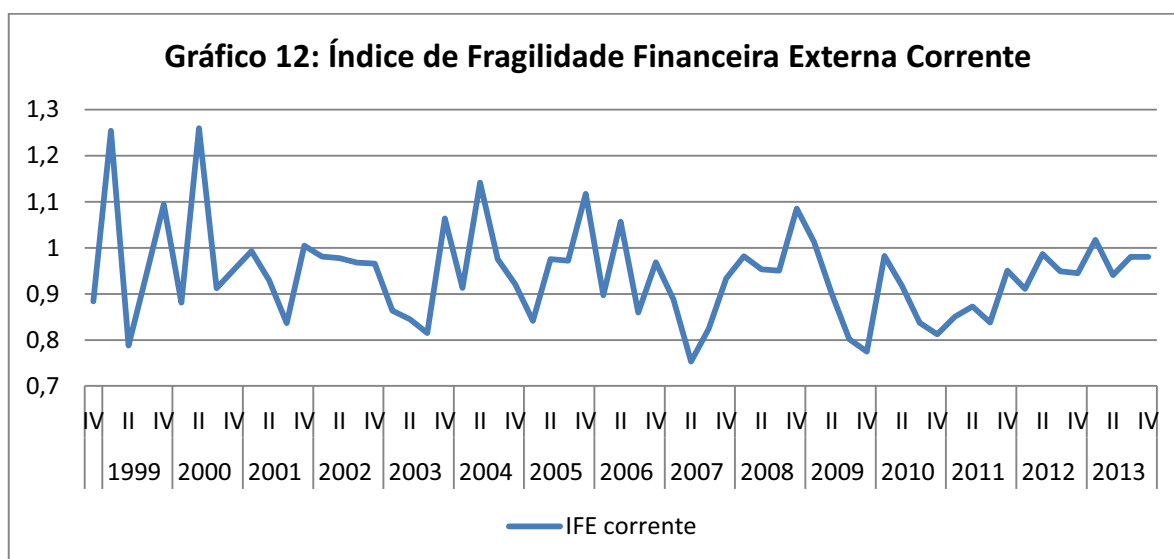
As contas do BP do Brasil que compõem o IFE corrente constam no quadro 5:

Quadro 5: Informações do BP que Compõem o IFE Corrente

Demanda corrente por moeda estrangeira (DECME)	Disponibilidade corrente de moeda estrangeira (DICME)
Importação de bens	Exportação de bens
Despesa com serviços	Receita com serviços
Despesa com rendas	Receita com rendas
Despesa com transferências unilaterais correntes	Receita com transferências unilaterais correntes
Despesa com transferências unilaterais de capital	Receita com transferências unilaterais de capital
Débito com investimento brasileiro direto	Crédito com investimento brasileiro direto
Débito com investimento estrangeiro direto	Crédito com investimento estrangeiro direto
Aplicação com investimento brasileiro em carteira	Retorno com investimento brasileiro em carteira
Débito com investimento estrangeiro em carteira	Crédito com investimento estrangeiro em carteira
Derivativos – passivos (líquido)	Derivativos – ativos (líquido)
Desembolso com empréstimo e financiamento LP	Amortização recebida com empréstimo e financiamento LP
Outros passivos LP e CP (líquido)	Outros ativos LP e CP (líquido)
Crédito comercial – Fornecedores LP – amortização	Crédito comercial – Fornecedores LP – ingresso
FMI – amortização	FMI – ingresso
Outras operações de regularização – amortização	Outras operações de regularização – ingresso
Outros empréstimos LP – amortização	Outros empréstimos LP – ingresso
Empréstimos e financiamentos – demais setores LP – amortização	Empréstimos e financiamentos – demais setores LP – ingresso

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O gráfico 12 apresenta os resultados do IFE corrente aplicados à economia brasileira⁶¹:



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Na análise do gráfico 12, toma-se como parâmetro de referência o valor 1 do eixo vertical, interpretado como a posição de equilíbrio entre demanda e disponibilidade total de recursos correntes em moeda estrangeira do país. Observam-se as maiores e mais frequentes amplitudes de oscilação e, em média, os maiores valores do IFE corrente no período de ajuste das contas externas após a crise cambial, entre 1999 e 2002. No segundo e terceiro períodos,

⁶¹ No apêndice D desta dissertação encontram-se os dados utilizados para a construção do IFE corrente.

2003-2007 e 2008-2013, respectivamente, a dimensão e a frequência destas amplitudes e os valores médios do IFE corrente foram sendo gradativamente reduzidos.

Os resultados das amplitudes de oscilação indicam que os fluxos do BP apresentaram, com o passar dos anos, níveis de instabilidade cada vez menores e menos frequentes, enquanto os valores médios do IFE corrente apontam que a disponibilidade média de capitais estrangeiros foi gradativamente superior à demanda. Ambas as constatações são evidenciadas na tabela 8, pelo cálculo do desvio padrão⁶² e do IFE corrente médio para cada período:

Tabela 8: IFE Corrente – Desvio Padrão e Valores Médios

Período	1999-2002	2003-2007	2008-2013
Desvio Padrão	0,128	0,104	0,077
IFE corrente médio	0,984	0,931	0,926

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A redução dos valores extremos do gráfico 12 ao longo das três fases consiste em outro parâmetro para a avaliação de que choques domésticos e/ou internacionais produziram, com o passar do tempo, fugas de capitais ao exterior em intensidade cada vez menor, provavelmente desencadeando efeitos de menor dano à economia. A tabela 9 compara os maiores picos do IFE corrente em cada período e aponta seu principal evento gerador:

Tabela 9: IFE Corrente – Valores Extremos por Período

Período	1999-2002	2003 – 2007	2008 – 2012
Fator desencadeador	Crise Brasileira 1999 e Argentina 2000	Pagam. dívida externa FMI 2004	Crise financeira internacional 2008
IFE Corrente	1,254 e 1,259	1,141	1,085

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Portanto, os resultados do IFE corrente convergem com as conclusões desenvolvidas a partir do primeiro IFE sobre a redução gradativa da fragilidade financeira do setor externo da economia brasileira entre 1999 e 2013. Seu ganho em capacidade para sustentar suas contas externas trouxe como consequências melhores condições internacionais de financiamento, menores e menos frequentes instabilidades nos fluxos do BP e maior capacidade de resistência a choques, reduzindo o advento de fuga de capitais ao exterior.

⁶² O desvio padrão, segundo a teoria estatística, é uma medida de dispersão em relação à média. Quanto maior o desvio padrão, maior é a dispersão dos valores em relação à média.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho, buscou-se cumprir dois objetivos. O primeiro deles consistiu em desenvolver uma interpretação baseada na hipótese de fragilidade financeira de Minsky (2010) sobre o processo gerador de crises cambiais e seus determinantes em economias abertas. E, a partir da mesma, construir indicadores de fragilidade externa visando avaliar a propensão de uma economia sofrer uma crise cambial.

Defendeu-se que as crises cambiais são o produto de mudanças nas condições de financiamento internacionais responsáveis pelo descasamento entre oferta e demanda de moeda estrangeira no BP de um país. Admitindo a oferta de moeda como endogenamente determinada nos mercados estrangeiros, através dos instrumentos das inovações financeiras, a disponibilidade de recursos a um país depende das expectativas dos investidores estrangeiros sobre as oportunidades de lucro oferecidas por esta economia e a condição de solvência de seu setor externo, as quais são condicionadas pelas características de sua estrutura financeira externa. Destarte, a deterioração operacional e estrutural desta última é o fator responsável por elevar o grau de fragilidade externa de um país e, deste modo, sua propensão às crises.

Nossa contribuição à literatura keynesiana sobre crises cambiais procurou demonstrar a importância de uma análise abrangente na investigação da fragilidade externa dos países. Argumentou-se sobre a insuficiência dos estudos que se concentram apenas nos resultados operacionais do BP, notadamente sobre os saldos de CA, ou ainda somente na composição do passivo externo compreendido isoladamente. Para este trabalho, a capacidade de resistência do setor externo a eventos perturbadores depende da combinação de ambos os fatores e da relação dos mesmos com os ativos externos e com as margens de segurança do país.

A interpretação minskyana e os indicadores de fragilidade externa foram utilizados para o cumprimento do segundo objetivo proposto por esta pesquisa, que buscou avaliar a evolução da fragilidade externa da economia brasileira entre 1999 e 2013.

De um modo geral, os indicadores utilizados, quando analisados de forma conjunta, sugerem que a fragilidade externa brasileira seguiu uma trajetória de queda, reduzindo-se pela metade ao longo do recorte temporal avaliado. O elemento-chave para fundamentar esta conclusão é o desempenho das reservas cambiais do país, o qual, entre 1999 e 2013, cresceu de forma muito mais acelerada do que os déficits operacionais do BP e os passivos externos de curto prazo e de alta volatilidade. Um segundo fator de contribuição foi o ingresso expressivo de IED no país, especialmente a partir de 2006, reduzindo a necessidade de o mesmo atrair capitais especulativos para assegurar o fechamento de suas contas externas.

Adicionalmente, há de se levar em conta o conjunto de medidas regulatórias implantadas pelo governo após a crise internacional de 2008 para o desestímulo do ingresso de IEC.

Os resultados teóricos e empíricos desta pesquisa são considerados satisfatórios, por terem sido capazes de explicar o comportamento do setor externo brasileiro de maneira convergente aos principais eventos que o afetaram entre 1999 e 2013, em especial, as crises cambiais de 1999 e 2001 e a inédita capacidade de resistência do país à crise financeira internacional de 2008. Além disso, a interpretação desenvolvida neste trabalho e aplicada à economia brasileira está em consonância com os indicadores tradicionais de endividamento externo e com as avaliações e perspectivas dos mercados estrangeiros em relação ao país, expressas pelo risco-Brasil e pelo *rating* definido pelas agências internacionais de crédito, todos eles sinalizando uma trajetória de redução da fragilidade externa entre 1999 e 2013.

Apesar da convergência com os indicadores externos tradicionais, considerados insuficientes por estudos de vertentes críticas, nosso método de análise não se restringe aos aspectos conjunturais ou de curto prazo do país e de seu setor externo. Ao contrário, o mesmo considera as características estruturais e de longo prazo de uma economia, as quais, segundo os defensores de sua importância para a análise da fragilidade externa, se manifestam sobre as contas externas nacionais pela tendência aos desequilíbrios em CA e à deterioração da composição de seus passivos e ativos externos. Em outros termos, ao avaliar, em um espaço de tempo de longo prazo, ambas as formas de manifestação da fragilidade externa, operacionais e estruturais, a metodologia desta pesquisa abarca os problemas estruturais de uma economia, admitindo-se que os mesmos se encontram refletidos sobre seu setor externo.

Neste sentido, se as deficiências na estrutura econômica brasileira produzem uma tendência aos desequilíbrios de fluxo e de estoque de seu BP, como argumentam aqueles autores dedicados à questão estrutural, então, os resultados desta pesquisa procuraram mostrar que, entre 1999 e 2013, esta tendência não se manifestou em intensidade suficiente para destruir as margens de segurança do setor externo do país e elevar sua fragilidade externa.

Por fim, no que diz respeito a pesquisas futuras que possam aprofundar os argumentos desenvolvidos nesta dissertação, recomenda-se a busca por evidências empíricas sobre relações de causa e efeito entre as condições da estrutura financeira externa de uma economia, e sua decorrente fragilidade, e as principais variáveis macroeconômicas nacionais. Além disso, são importantes novos estudos de caso com a aplicação desta interpretação e seus indicadores em outras economias emergentes e desenvolvidas.

REFERÊNCIAS

- ARESTIS, P.; GLICKMAN, M. Financial crisis in Southeast Asia: dispelling illusion the minskyan way. *Cambridge Journal of Economics*, London, v. 26, n. 2, p. 237-260, 2002.
- ARESTIS, P.; PAULA, L. F. *Financial liberalization and economic performance in emerging countries*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2008. 221 p.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. (Ed.). *A biographical dictionary of dissenting economists*. 2nd Ed. Cheltenham and Northampton: Edward Elgar Publishing, 2000. 722 p.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Séries temporais do setor externo*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIESPEX>>. Acesso em: 4 jun. 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Contas externas*. Brasília: PMF 8, 2013a. (Série perguntas mais frequentes). Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq.asp>>. Acesso em: 28 ago. 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Mudanças recentes no passivo externo brasileiro: relatório de inflação*. Brasília, 2008. p. 107-111. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/12/ri200812b5p.pdf>>. Acesso em: 24 ago. 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Notas técnicas do Banco Central do Brasil. Notas metodológicas do Balanço de Pagamentos*. Brasília, 2001. n.1, p. 1-16.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Posição internacional de investimentos*. Padrão Especial de Disseminação de Dados. Brasília, 2011a. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/posinterinv_p.htm>. Acesso em: 4 de junho de 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Reservas internacionais*. Padrão especial de disseminação de dados. Brasília, 2011b. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/reservasint_p.htm>. Acesso em: 4 jun. 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Risco-país*. Brasília, 2013b. (Série Perguntas mais Frequentes). Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq.asp>>. Acesso em: 28 ago. 2014.
- BARROS, J. M.; GOLDENSTEIN, L. Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 17, n. 2, p. 11-31, 1997.
- BARROS, L. C. M. *Folha de São Paulo*, 8 Fev. 2008a.
- BARROS, L. C. M. Um novo futuro. *Novos Estudos CEBRAP*, São Paulo, n. 81, p. 11-20, 2008b.
- BAUMANN, R.; CANUTO, O.; GONÇALVES, R. *Economia internacional: teoria e experiência brasileira*. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2004. 442 p.

BELLUZZO, L. G.; CARNEIRO, R. O paradoxo da credibilidade. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 2, p. 1-10, 2003.

BUSATO, M. I. *Crescimento econômico e restrição externa: um modelo de simulação pós-keynesiano*. Rio de Janeiro: Beco do Azougue, 2012. 204 p.

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

CARCANHOLO, M. D.; PAINCERA, J. P. Ortodoxia neo-companheira: vulnerabilidade externa. Política econômica e determinação dos fluxos de capitais. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 9., 2004, Uberlândia. *Anais...* Uberlândia: Sociedade Brasileira de Economia Política, 2004. Disponível em: <<http://www.ufpi.br/economia/index/pagina/id/1807>>. Acesso em: 10 out. 2013.

CARNEIRO, R. O desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidades e riscos. *Observatório da Economia Global*, Campinas, n. 4, 2010. Disponível em: <http://www.centrocelsofurtado.org.br/adm/enviadas/doc/pt_00000122_20100825134137.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2014.

CESNAIS, F. (Org.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998. 334 p.

CORREA, V. P.; MOLLO, M. R. L.; BIAGE; M. Vulnerabilidade de mercado x vulnerabilidade de país: a volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil e a continuidade da instabilidade. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 36., 2008, Salvador. *Anais...* Salvador: Associação Nacional de Pós-Graduação em Economia, 2008. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807211150260-.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2014.

CORREA, V. P.; MUNHOZ, V. C. V.; PEREIRA, V. P. A volatilidade da conta financeira do balanço de pagamentos de países selecionados da América Latina e da Ásia no período 1990-2010. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 5., 2012, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012. Disponível em: <http://www.akb.org.br/upload/140820121141117870_Vanessa%20Petrelli%20Corr%C3%AAa.pdf>. Acesso em: 27 ago. 2014.

COUTINHO, L. A construção de fundamentos para o crescimento sustentável da economia brasileira. In: ALÉM, A. C.; GIAMBIAGI, F. (Org.). *O BNDES em um Brasil em transição*. Rio de Janeiro: BNDES, 2010. p. 17-36.

DAVIDSON, P. *Post keynesian macroeconomic theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century*. 2. ed. Massachusetts: Edward Elgar, 2011. 360 p.

DYMSKI, G. A. Economia de bolha e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, p. 73-136, 1998.

DYMSKI, G. A.; POLLIN, R. Hyman Minsky as a hedgehog: the power of the Wall Street paradigm. In: FAZZARI, S.; PAPADIMITRIOU, D. (Org.). *Financial conditions and macroeconomic performance: essays in Honor of Hyman P. Minsky*. London: M. E. Sharpe, 1992. p. 27-61.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.

FILGUEIRAS, L. et al. Modelo liberal periférico e bloco de poder: política e dinâmica macroeconômica nos governos Lula. In: CORECON-RJ. *Os anos Lula. Contribuições para um balanço crítico 2003-2010*. Rio de Janeiro: Garamond, 2010. p. 35-70.

FRAGA NETO, A. Opções para a política macroeconômica. In: BACHA, E.; GOLDFAJN, I. (Org.). *Como reagir à crise: políticas econômicas para o Brasil*. São Paulo: Imago, 2009. p. 30-32.

FRANCO, G. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 18, n. 3, p. 121-147, 1998.

FRANCO, G. H. B. Inserção externa e desenvolvimento: o consenso envergonhado. *Revista Interesse Nacional*, São Paulo, v. 1, n. 1, 2008. Disponível em: <<http://interessenacional.uol.com.br/index.php/edicoes-revista/insercao-externa-e-desenvolvimento-o-consenso-envergonhado/>>. Acesso em: 25 ago. 2014.

GENTIL, D. L.; ARAÚJO, V. L. Dívida pública e passivo externo: onde está a ameaça? *Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas*, p. 1-21, 2012.

GONÇALVES, R. Ciclo econômico global e vulnerabilidade externa estrutural do Brasil. *Online*, 2012. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/ciclo_economico_e_vulnerabilidade_rg_30_08_2012.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2014.

GRAY, H. P.; GRAY, J. M. Minskian fragility in the international financial system. In: DYMSKI, G.; POLLIN, R. (Ed.). *New perspectives in monetary macroeconomics: explorations in the tradition of Hyman P. Minsky*. Michigan: Michigan Press, 1994. p. 143-168.

GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. E. *Time for a visible hand: lessons from the 2008 world financial crisis*. New York: Oxford University Press, 2010. 384 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Sistema de contas nacionais*. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em: 27 de Ago. 2014.

INSTITUTO DE ESTUDO PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL - IEDI. *A crise financeira e suas consequências sobre as economias emergentes e o Brasil*. São Paulo, 2008. (Carta IEDI, n. 339). Disponível em: <<http://www.iedi.org.br/cartas/>>. Acesso em: 5 jun. 2014.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. *Balance of payments manual*. 5. ed. Washington, DC: International Monetary Fund, 1993. 188 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. *World economic outlook*. Washington, DC: IMF, 2010. 217 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. *World economic outlook*. Washington, DC: IMF, 2008. 301 p.

KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. New forms of external vulnerability: Brazil in the global financial crisis. In: CONFERENCE OF THE DEVELOPMENT STUDIES ASSOCIATION, CURRENT CRISIS AND NEW OPPORTUNITIES, 2009, Ulster. *Proceedings...* Ulster: Development Studies Association, University of Ulster, 2009. Disponível em: <http://www.devstud.org.uk/aqadmin/media/uploads/4af1730c98ea5_Painceira-kaltenbrunner-conf09.pdf>. Acesso em: 28 ago. 2014.

KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1964. 366 p.

KOSE, M. A. et al. *Financial globalization: a reappraisal*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2006. 92 p. (IMF Working Paper, n. 06/189).

KREGEL, J. A. *Managing the impact of volatility in international capital markets in an uncertain world*. Annandale-on-Hudson: The Levy Economics Institute of Bard College, 2009. 24 p. (Working paper, n. 558).

KREGEL, J. A. *An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies*. Annandale-on-Hudson: The Levy Economics Institute of Bard College, 2010. 10 p. (Public Policy Brief, n. 116).

KREGEL, J. A. Can we create a stable international financial environment that ensures net resource transfers to developing countries? *Journal of Post Keynesian Economics*, Armonk, v. 26, n. 4, p. 573-590, 2004a.

KREGEL, J. A. *external financing for development and international financial instability*. New York: United Nations Conference on Trade and Development, 2004b. 21 p. (G-24 Discussion Paper Series, n. 32).

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. *Economia internacional: teoria e política*. 8. ed. São Paulo: Pearson, 2012. 555 p.

LACERDA, A. C. *Lições para o Brasil no pós-crise*. Terra Magazine, 18 dez. 2009. Disponível em: <<http://terramagazine.terra.com.br/interna/0,,OI4164067-EI7095,00.html>>. Acesso em: 5 jun. 2014.

LACERDA, A. C.; OLIVEIRA, A. S. Financiamento externo e instabilidade: uma abordagem pós-keynesiana sobre a economia brasileira do período 1999-2008. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 2., 2009, Porto Alegre. *Anais...* Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira, 2009. Disponível em: <<http://www.akb.org.br/>>. Acesso em: 15 jun. 2012.

LOPEZ, J. Mexico's crisis: financial modernization and financial fragility. *Quarterly Review (Banca Nazionale del Lavoro)*, Rome, v. 50, n. 201, p. 165-185, 1997.

- MALAN, P. Aonde queremos chegar. In: BACHA, E.; GOLDFAJN, I. (Org.). *Como reagir à crise: políticas econômicas para o Brasil*. São Paulo: Imago, 2009. p. 7-12.
- MARTINS, R. *Fragilidade financeira externa: uma avaliação da economia brasileira no pós-real*. 2007. 90 f. Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Economia. Centro Sócio Econômico, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2007.
- MATTEI, L.; MAGALHÃES, L. P. A política econômica durante o governo Lula (2003-2010): cenários, resultados e perspectivas. In: PAULA, M. (Org.). *“Nunca antes na história desse país...”?* Um balanço das políticas do Governo Lula. Rio de Janeiro: Fundação Henrich Böll, 2011. p. 134-151.
- MINSKY, H. P. *Can “it” happen again? Essays on instability and finance*. Armonk: M. E. Sharpe Inc., 1982a.
- MINSKY, H. P. *Estabilizando uma economia instável*. São Paulo: Novo Século, 2010. 455 p.
- MINSKY, H. P. Integração financeira e política monetária. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, p. 21-38, 1994.
- MINSKY, H. P. *John Maynard Keynes: Hyman P. Minsky influential re-interpretation of the Keynesian revolution*. New York: McGraw-Hill, 2008. 176 p.
- MINSKY, H. P. *The financial instability hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy*. Annandale-on-Hudson: The Levy Economics Institute of Bard College, 1982b. (Hyman P. Minsky Archive Paper, n. 282).
- MOLLO, M. L. R. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 8, n. 1, p. 100-123, 1988.
- MOREIRA, M. M. Estrangeiros em uma economia aberta: impactos recentes sobre produtividade, concentração e comércio exterior. In: GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. M. (Org.). *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999. p. 333-374.
- MUNHOZ, V. C. V.; GONÇALVES, G. O. Os impactos macroeconômicos da vulnerabilidade externa do Brasil no período 1999-2011: uma investigação por meio de vetores auto-regressivos com correção de erros (VEC). In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 40., 2012, Porto de Galinhas. *Anais...* Porto de Galinhas: Associação Nacional de Pós-Graduação em Economia, 2012. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro/2012/inscricao/files_I/i3-861755b7e2d3481654dba4a88de38262.docx>. Acesso em: 27 ago. 2014.
- MUNHOZ, V. C. V.; KOBAYASHI, T. C.; CORREA, V. P. Vulnerabilidade externa no Brasil, Argentina, Chile e México: uma análise empírica da volatilidade dos fluxos financeiros e das fugas de capitais. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 38., 2010, Salvador. *Anais...* Salvador: Associação Nacional de Pós-Graduação em Economia, 2010. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2010/inscricao/arquivos/000-059c44ee2d886176dc97ad80560a6517.doc>>. Acesso em: 27 ago. 2014.

OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. *Global capital markets: integration, crisis and growth*. New York: Cambridge University Press, 2004. 374 p.

OLIVEIRA, J. C.; SILVA, G. R. S. S. Política fiscal e dívida pública: o difícil caminho até o “grau de investimento”. *Revista Economia & Tecnologia*, Curitiba, v. 2, n. 7, p. 61-70, 2006.

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. Liberalização financeira, performance econômica e estabilidade macroeconômica no Brasil: uma avaliação do período recente. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 2., 2009, Porto Alegre. *Anais...* Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira, 2009. Disponível em: <<http://www.akb.org.br/>>. Acesso em: 15 jun. 2012.

PLIHON, D. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano. In: CHESNAIS, F. *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998. p. 97-139.

PRATES, D. M. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 7, p. 112-151, 2006.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. Controles de capitais e o perfil do passivo externo brasileiro: tendências recentes e perspectivas. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 40, n. 4, p. 71-82, 2013.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. Estratégias macroeconômicas depois da crise financeira global: o Brasil e os emergentes. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 39, n. 1, p. 67-82, 2011.

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.

RESENDE, M. F. C.; AMADO, A. M. Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. *Revista de Economia Política*, Rio de Janeiro, v. 27, n. 1 p. 41-59, 2007.

SILVA, V. M. *Setor externo: o pessimismo ao redor*. São Paulo: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas – FIPE, 2014. p. 8-13. (Boletim de informações, n. 407).

SOARES, C. *O modelo de balanço de pagamentos restrito e desindustrialização: teoria e evidências para o caso brasileiro*. 2012. 170 f. Tese de doutorado em Economia. Universidade de Brasília, Brasília, 2012.

STANDARD & POOR’S. *Critérios de Rating*. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/ratings/ratings-criteria/-/articles/criteria/general/filter/all>. Acesso em: 12 ago. 2014.

TER-MINASSIAN, T. *Structural reforms in Brazil: progress and unfinished agenda*. Washington, DC: Inter-American Development Bank, 2012. (Policy Brief, n. IDB-PB-158).

THIRLWALL, A. P. The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *Quarterly Review (Banca Nazionale del Lavoro)*, Rome, v. 32, n. 128, p. 45-53, 1979.

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

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT - UNCTAD. *World economic situation and prospects*. Global Outlook. New York: United Nations, 2010.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Tabela 10: Dados Utilizados para o Cálculo das Medidas de Fragilidade Financeira Externa Operacionais – US\$ Milhões

Período	NX	r^{FA}FA	UT	r^{FD}FD	MD	Demais débitos Conta Financeira	NFD	Financiamentos Estrangeiros
1999 T1	-1988	712	479	4690	23319	2159	194446	20886
1999 T2	-1631	870	415	6767	18857	541	201559	37216
1999 T3	-2052	881	400	4158	13692	1308	206489	21120
1999 T4	-2505	1472	395	7167	22955	5190	214294	27735
2000 T1	-1392	1152	348	4094	12875	185	218280	22329
2000 T2	-1014	723	387	7089	22741	960	225273	20449
2000 T3	-1689	952	362	3990	19516	3197	229637	31583
2000 T4	-3765	793	424	6334	11827	2851	238519	23349
2001 T1	-2530	823	389	5350	12927	909	245187	20642
2001 T2	-1584	1019	389	6497	14947	249	251860	22993
2001 T3	-639	733	406	4592	10273	4790	255953	22456
2001 T4	-355	705	453	6583	14301	739	261734	17754
2002 T1	-64	885	366	4435	9991	803	270505	15115
2002 T2	13	517	557	6233	17962	1864	246354	24903
2002 T3	4041	921	699	4663	14429	3377	207752	16695
2002 T4	4173	974	768	6155	14408	950	227200	16544
2003 T1	3045	921	616	4418	8587	1452	233877	14118
2003 T2	5127	653	611	5957	17303	901	253825	24101
2003 T3	5978	903	879	4445	14221	1100	255282	19132
2003 T4	5713	862	760	7071	20950	5891	267509	17916
2004 T1	5491	760	738	5352	12027	1433	265478	14278
2004 T2	7671	779	845	6555	19251	1197	245244	11963
2004 T3	8700	674	772	4854	14262	8637	263323	19064
2004 T4	7101	986	880	6959	16722	3932	291607	20483
2005 T1	7128	750	838	6060	12566	1249	291515	19043
2005 T2	8965	859	845	8076	18730	410	306940	19878
2005 T3	10754	756	916	6755	32523	7067	345845	30235
2005 T4	9548	830	959	8270	39248	46	309495	28999
2006 T1	7606	1327	943	8252	28568	8660	345324	38716
2006 T2	7730	2295	1094	9970	39452	2317	333489	35475
2006 T3	11832	1382	1175	6886	22468	7009	327469	31329
2006 T4	9649	1457	1095	8833	31917	21754	360011	54307
2007 T1	6005	2013	961	8738	39404	3096	370027	48987
2007 T2	8561	2989	983	10352	42735	12397	427789	69677
2007 T3	6940	2934	1015	9763	45847	5889	496520	68747
2007 T4	5308	3557	1071	11931	67117	4043	530844	90442
2008 T1	-561	2934	987	13620	69276	4625	514654	88116
2008 T2	3720	3396	899	14626	82857	6193	615184	101934
2008 T3	3565	2556	985	13118	85787	12591	394419	108600
2008 T4	1422	3626	1353	11709	66075	2222	275312	63452
2009 T1	150	2436	862	8386	40065	337	305510	42371
2009 T2	5643	2254	802	10938	49453	10778	436213	63312
2009 T3	1971	1900	924	9679	53138	4086	554002	78372
2009 T4	-1720	2236	750	13507	50289	4238	608001	87128
2010 T1	-5045	1571	769	9211	33920	8669	610800	54794
2010 T2	-606	1553	794	13644	39992	12303	583475	64496

2010 T3	-3807	1910	672	10308	36870	12043	715625	69793
2010 T4	-1229	2372	667	13729	44778	25070	936819	101420
2011 T1	-4573	2603	892	13703	39055	8906	1006177	66853
2011 T2	-468	3155	684	14633	54278	16396	1041994	83103
2011 T3	30	2426	713	13801	40335	13193	797159	75086
2011 T4	-3128	2568	696	15936	39494	6764	844454	61527
2012 T1	-6951	3008	692	8813	44101	1511	919072	69222
2012 T2	-5568	4392	754	12765	47689	4595	751877	62756
2012 T3	-1243	1756	673	10084	41042	13362	788406	66531
2012 T4	-7885	1732	727	14673	53148	13359	825637	81405
2013 T1	-15648	1496	896	11509	42787	5839	871673	69079
2013 T2	-9420	1961	645	11726	77348	8117	754545	100686
2013 T3	-11354	5248	676	11683	73375	18435	790551	100630
2013 T4	-8544	1366	1147	14926	76273	16599	764022	101259

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**APÊNDICE B – Tabela 11: Dados Utilizados para o Cálculo da Medida de Fragilidade
Financeira Externa Estrutural – US\$ Milhões**

Período	PEB CP	Ativos de Reservas
2001 T4	174880	35 866
2002 T1	181175	36 721
2002 T2	175135	41 999
2002 T3	149039	38 381
2002 T4	155463	37 823
2003 T1	157242	42 335
2003 T2	166159	47 956
2003 T3	168020	52 675
2003 T4	184287	49 296
2004 T1	185340	51 612
2004 T2	171451	49 805
2004 T3	184381	49 496
2004 T4	202871	52 935
2005 T1	214245	61 960
2005 T2	209601	59 885
2005 T3	246544	57 008
2005 T4	249741	53 799
2006 T1	283090	59 824
2006 T2	267416	62 670
2006 T3	274946	73 393
2006 T4	322822	85 839
2007 T1	352048	109 531
2007 T2	434251	147 101
2007 T3	500455	162 962
2007 T4	542718	180 334
2008 T1	526561	195 232
2008 T2	602880	200 827
2008 T3	437297	206 494
2008 T4	322230	193 783
2009 T1	338426	190 388
2009 T2	429940	201 467
2009 T3	526655	221 629
2009 T4	593692	238 520
2010 T1	597745	243 762
2010 T2	576678	253 114
2010 T3	695815	275 206
2010 T4	721247	288 575
2011 T1	769041	317 146
2011 T2	774996	335 775
2011 T3	626182	349 708

2011 T4	645231	352 012
2012 T1	729866	365 216
2012 T2	626078	373 910
2012 T3	646738	378 726
2012 T4	674444	373 147
2013 T1	687978	376 934
2013 T2	596682	369 402
2013 T3	644806	368 654
2013 T4	616574	358 808

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

APÊNDICE C – Tabela 12: Dados Utilizados para o Cálculo do IFE - US\$ Milhões

Período	M	D _j	D _{os}	A	CCP	PLA	X	R _j	R _{os}	RE	I _d	E _{ml}	IFE
1999 T1	10861	4690	3018	9798	23783	140692	10045	712	2447	33848	9068	5317	3,139
1999 T2	12206	6767	3431	9770	23088	146112	12406	870	2089	41346	7616	15093	2,536
1999 T3	12731	4158	3740	8273	23634	146343	12581	881	2315	42562	10650	4820	2,695
1999 T4	13412	7167	4283	15650	27392	151255	12979	1472	2673	36342	8920	6598	3,177
2000 T1	12067	4094	3564	5707	27444	154605	12048	1152	2612	39200	8192	3618	3,105
2000 T2	13300	7089	4053	16915	27287	155857	14105	723	2694	28265	7961	5409	3,795
2000 T3	15356	3990	4514	7466	29325	159576	15246	952	3360	31431	11734	4080	3,297
2000 T4	15061	6334	4863	6707	27420	159906	13687	793	2960	33011	12404	5495	3,223
2001 T1	14467	5350	4432	6073	27243	162788	13788	823	3046	34407	6537	4369	3,499
2001 T2	14527	6497	4558	5537	26937	161994	15139	1019	2819	37318	6962	7415	3,114
2001 T3	14115	4592	4086	6174	27064	164152	15447	733	2596	40054	7484	8715	2,935
2001 T4	12463	6583	4667	6039	23402	151477	13849	705	3122	35866	9034	3832	3,081
2002 T1	10863	4435	3756	5918	24615	156560	11891	885	3108	36721	6233	2148	3,380
2002 T2	11603	6233	3783	11367	28811	146323	13161	517	2891	41999	7234	12498	2,658
2002 T3	13200	4663	3596	8050	21736	127304	18466	921	3191	38381	6518	7522	2,381
2002 T4	11575	6155	3643	8306	20316	135147	16844	974	3434	37824	6476	6276	2,578
2003 T1	11240	4418	3442	5498	20135	137108	15045	921	3390	42335	3688	6261	2,538
2003 T2	11364	5957	3925	12617	18459	147701	17957	653	3187	47956	4114	12386	2,319
2003 T3	12396	4445	3975	7041	16541	151479	19788	903	3570	52675	5185	7112	2,195
2003 T4	13290	7071	4339	13687	18510	165777	20294	862	3967	49296	6250	2924	2,664
2004 T1	13324	5352	3841	6125	18199	167140	19448	760	4146	51612	4064	1858	2,613
2004 T2	14996	6555	4168	8070	18598	152853	23858	779	4038	49805	3295	3098	2,418
2004 T3	16906	4854	4734	6706	17685	166695	26972	674	3933	49496	10515	1501	2,337
2004 T4	17609	6959	5258	6750	18281	184590	26197	986	4812	52935	7926	2916	2,500
2005 T1	16151	6060	5225	5966	20224	194020	24451	750	5070	61960	5167	1426	2,506
2005 T2	17877	8076	6121	7184	15425	194177	29226	859	4801	59885	6975	1662	2,407
2005 T3	20068	6755	6246	13815	16266	230278	33042	756	5131	57008	9382	1847	2,738
2005 T4	19509	8270	7500	23380	17574	232167	31589	830	6002	53799	8538	3781	2,950
2006 T1	20130	8252	6661	6234	16208	266881	29458	1327	6075	59825	6581	3562	3,036
2006 T2	21394	9970	6991	7799	15258	252159	31599	2295	5846	62671	7589	4200	2,746
2006 T3	25218	6886	7916	5131	16084	258862	39900	1382	6434	73393	7731	2816	2,431
2006 T4	24609	8833	8304	12949	18580	304242	36851	1457	7050	85839	10499	17482	2,372
2007 T1	25275	8738	8744	10936	31567	320481	34002	2013	7187	109531	9205	2234	2,471
2007 T2	27355	10352	8983	8324	41736	392515	39212	2989	6795	147101	17920	2247	2,262
2007 T3	33025	9763	9638	5655	38577	461878	43385	2934	7453	162962	10473	6353	2,391
2007 T4	34962	11931	11084	8365	34341	508377	44050	3557	8565	180334	12635	6859	2,379
2008 T1	35929	13620	11008	7025	34557	492004	38690	2934	8842	195232	13902	5767	2,239
2008 T2	43414	14626	12172	8182	37135	565745	51955	3396	8448	200827	13737	6435	2,392
2008 T3	51860	13118	13388	8859	43325	393972	60215	2556	9889	207494	20260	7728	1,702
2008 T4	41904	11709	12116	12702	34732	287499	47082	3626	10070	206806	23937	3875	1,356
2009 T1	28189	8386	9925	9377	33352	305073	31178	2436	8288	202460	12035	3180	1,519
2009 T2	27854	10938	11704	8137	35820	394120	38774	2254	7470	208425	11239	4963	1,789
2009 T3	34572	9679	12720	11601	36651	490004	41846	1900	8546	224213	12314	4090	2,032
2009 T4	37090	13507	14323	15537	31082	562610	41197	2236	9588	239054	17919	10992	2,100
2010 T1	38349	9211	14125	8194	36054	561691	39230	1571	9204	243953	10320	9419	2,128
2010 T2	42958	13644	15156	13348	46344	530334	49958	1553	8600	253114	15743	8272	1,962
2010 T3	50937	10308	16644	13477	55418	640397	55742	1910	8982	275206	18858	7487	2,138
2010 T4	49524	13729	18687	13227	52753	668494	56986	2372	10993	288575	33723	11573	2,020

2011 T1	48091	13703	17397	10969	52848	716192	51233	2603	10863	317146	22208	10796	2,071
2011 T2	57260	14633	19966	21449	56505	718491	67071	3155	10765	335776	27272	16330	1,930
2011 T3	61587	13801	20449	16251	48962	577220	71695	2426	11519	349708	28383	19124	1,529
2011 T4	59309	15936	20733	14574	44402	600829	66041	2568	12031	352012	23856	10228	1,619
2012 T1	52661	8813	19908	8990	41187	688679	55079	3008	11604	365216	18651	7983	1,777
2012 T2	57494	12765	20714	10434	40115	585963	62133	4392	11787	373910	19015	6456	1,523
2012 T3	54745	10084	23665	8059	40714	606024	63383	1756	11214	378726	20649	8106	1,536
2012 T4	58284	14673	22356	19780	35650	638794	61984	1732	11893	378614	25941	17864	1,585
2013 T1	55993	11509	21077	8604	49127	638851	50837	1496	11757	376934	16074	9976	1,681
2013 T2	61506	11726	21951	17833	37974	558708	63588	1961	11472	371109	21904	10187	1,478
2013 T3	61761	11683	22429	22368	38211	606594	63226	5248	10549	376040	19508	11682	1,569
2013 T4	60360	14926	23732	18170	38988	577586	64528	1366	12425	375794	28931	15842	1,471

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

APÊNDICE D – Tabela 13: Dados Utilizados para o Cálculo do IFE Corrente

Período	Σ DECME (US\$ milhões)	Σ DICME (US\$ milhões)	IFE corrente = Σ DECME / Σ DICME
1998 T4	48441	54800	0,884
1999 T1	46314	36936	1,254
1999 T2	42641	54110	0,788
1999 T3	35048	37297	0,940
1999 T4	49948	45658	1,094
2000 T1	33903	38495	0,881
2000 T2	48217	38278	1,260
2000 T3	48713	53388	0,912
2000 T4	39775	41765	0,952
2001 T1	39199	39486	0,993
2001 T2	42777	46007	0,930
2001 T3	35333	42247	0,836
2001 T4	40559	40372	1,005
2002 T1	31296	31909	0,981
2002 T2	41491	42436	0,978
2002 T3	39101	40393	0,968
2002 T4	37564	38902	0,966
2003 T1	29503	34152	0,864
2003 T2	40210	47616	0,845
2003 T3	36971	45382	0,815
2003 T4	47311	44478	1,064
2004 T1	36383	39856	0,913
2004 T2	47830	41910	1,141
2004 T3	51663	52973	0,975
2004 T4	50340	54668	0,921
2005 T1	43257	51405	0,842
2005 T2	54674	56070	0,975
2005 T3	68523	70511	0,972
2005 T4	77806	69662	1,117
2006 T1	69695	77722	0,897
2006 T2	82654	78237	1,057
2006 T3	69643	81013	0,860
2006 T4	97855	101020	0,969
2007 T1	89587	100921	0,888
2007 T2	93753	124484	0,753
2007 T3	107145	130062	0,824
2007 T4	144758	155081	0,933
2008 T1	139477	142108	0,982
2008 T2	162960	170993	0,953
2008 T3	178205	187526	0,950
2008 T4	142613	131452	1,085
2009 T1	90246	89085	1,013
2009 T2	108041	119875	0,901
2009 T3	111212	138663	0,802
2009 T4	120262	155283	0,775
2010 T1	107750	109700	0,982

2010 T2	121144	132075	0,917
2010 T3	122742	146641	0,837
2010 T4	148285	182613	0,812
2011 T1	135067	158818	0,851
2011 T2	154976	177666	0,872
2011 T3	141319	168614	0,838
2011 T4	143965	151522	0,950
2012 T1	135828	149123	0,911
2012 T2	147479	149541	0,986
2012 T3	135915	143165	0,949
2012 T4	157783	167054	0,945
2013 T1	141957	139593	1,017
2013 T2	187392	199152	0,941
2013 T3	181556	185160	0,981
2013 T4	182731	186411	0,980

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.