



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CENTRO SÓCIO ECONÔMICO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA: UMA AVALIAÇÃO DA**  
**ECONOMIA BRASILEIRA NO PÓS-REAL**

**RODRIGO NIVALDO MARTINS**

Florianópolis, fevereiro de 2007.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CENTRO SÓCIO ECONÔMICO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**UMA AVALIAÇÃO DA FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA DA**  
**ECONOMIA BRASILEIRA NO PÓS-REAL**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia.

Por: Rodrigo Nivaldo Martins

Orientadora: Prof<sup>ª</sup> Patrícia F. Fonseca Arienti

Área de Pesquisa: Economia Brasileira

Palavras chave: 1. Fragilidade financeira externa;

2. Vulnerabilidade externa;

3. Instabilidade financeira endógena;

4. Abertura econômica.

Florianópolis, fevereiro de 2007.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CENTRO SÓCIO ECONÔMICO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca examinadora resolveu atribuir a nota 10 ao aluno Rodrigo Nivaldo Martins na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

---

Prof<sup>a</sup> Dr<sup>a</sup> Patrícia F. Fonseca Arienti  
Presidente

---

Prof<sup>o</sup> Dr<sup>o</sup> Renato Ramos Campos  
1<sup>o</sup> Membro

---

Prof<sup>a</sup> Me. Ivoneti da Silva Ramos  
2<sup>o</sup> Membro

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

*Mário Henrique Simonsen*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus por me conceder força e discernimento na trajetória da minha vida acadêmica;

Aos meus pais pelo incentivo e cumplicidade nesta caminhada;

Ao meu irmão pela paciência e compreensão;

Aos meus amigos, principalmente meus colegas de turma: Rosana e Thiago Paulo, que foram imprescindíveis nesta minha caminhada;

A Sociedade Brasileira por indiretamente financiar meus estudos;

A orientadora e professora Patrícia F. Fonseca Arienti pela amizade, companheirismo e pelo atendimento pontual e coerente;

Aos mestres, pela valiosa mediação do conhecimento;

A todos que direta e indiretamente contribuíram para a conclusão desta etapa da minha vida.

## SUMÁRIO

<b>AGRADECIMENTOS</b> .....	5
<b>SUMÁRIO</b> .....	6
<b>RESUMO</b> .....	8
<b>LISTA DE QUADROS</b> .....	9
<b>LISTA DE TABELAS</b> .....	10
<b>LISTA DE GRÁFICOS</b> .....	11
<b>LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS</b> .....	12
<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	13
1.1 O Problema de pesquisa e justificativa do trabalho.....	13
1.2 Objetivo geral.....	15
1.3 Objetivos específicos.....	15
1.4 Estrutura do texto.....	15
1.5 Metodologia.....	16
<b>2 INSTABILIDADE, CRISE E FRAGILIDADE FINANCEIRA NA CONCEPÇÃO MINSKYANA</b> .....	18
2.1 A decisão de investimento em Minsky.....	20
2.2 A fragilidade financeira no sentido minskyano.....	25
2.3 Adaptação do conceito de fragilidade financeira a economia aberta e globalmente integrada.....	30
2.3.1 <i>Os fluxos de fundos e o balanço de pagamentos: implicações para o conceito de fragilidade financeira externa</i> .....	34
2.3.2 <i>As políticas cambiais e os impactos na fragilidade financeira externa</i> .....	36
<b>2.3.2.1 A taxa de câmbio e o mercado cambial</b> .....	36
<b>2.3.2.2 Regimes cambiais</b> .....	37
<b>2.3.2.3 Impactos da política cambial</b> .....	39
2.3.3 <i>A medida da fragilidade: o índice de fragilidade financeira externa</i> .....	40
<b>2.3.3.1 Limitações da aplicação do índice de fragilidade financeira externa</b> .....	42
<b>3 A INSERÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO MUNDO DA PRODUÇÃO E DAS FINANÇAS GLOBALIZADAS</b> .....	44
3.1 O início do processo de abertura econômica.....	46

3.2 O Plano Real e a continuidade do processo de abertura econômica.....	49
3.3 Os impactos da abertura comercial e financeira.....	51
<b>4 A APLICAÇÃO DO ÍNDICE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA PARA A ECONOMIA BRASILEIRA NO PÓS-REAL.....</b>	<b>54</b>
4.1 Avaliação da fragilidade financeira externa através do <i>IFE</i> .....	62
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>81</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>85</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>88</b>
Anexo A.....	89

## RESUMO

A década de 1990 foi para a economia brasileira, um período de intensas mudanças na condução das políticas econômicas depois de um longo período de predomínio do modelo de substituição de importações. A herança deste modelo, já em meados da década de 1980, era um parque produtivo totalmente defasado, um processo inflacionário sem controle e um elevado déficit público. Como fruto da crise financeira instalada nesta década e das propostas da agenda do Consenso de *Washington*, no início dos anos 1990, e principalmente em 1994, um novo modelo de crescimento econômico se configurou com o Plano Real. A combinação da abertura econômica com a estabilização monetária inaugurou uma nova fase da economia brasileira. Nos primeiros anos de vigência do Plano Real, a política cambial privilegiou apenas a estabilização econômica e com uma taxa de câmbio extremamente apreciada e relativamente fixa, impactou significativamente o resultado do saldo comercial, agravando demasiadamente o resultado das transações correntes, e por consequência fragilizando financeiramente a economia brasileira. Este agravante no desequilíbrio das contas externas foi inevitavelmente financiado pelo influxo de capitais externos, o que deixou a economia altamente vulnerável aos choques adversos ocorridos no cenário econômico internacional. Neste sentido, o presente trabalho de pesquisa, está focado em avaliar o grau de fragilidade financeira externa (no sentido minskyano) da economia brasileira no pós-Real, em face às mudanças ocorridas nas políticas econômicas e da inserção da economia brasileira no mundo da produção e das finanças globalizadas.

**Palavras-chave:** Fragilidade financeira externa; vulnerabilidade externa; instabilidade financeira endógena e abertura econômica.

**LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 – Contas do balanço de pagamentos que integram o cálculo do <i>IFE</i> .....	43
---	----

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Índices de preço e <i>quantum</i> de exportação.....	74
Tabela 2 – Dados utilizados para o cálculo do <i>IFE</i> e para a elaboração dos gráficos.....	89

**LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1 – Funções preço de oferta e preço de demanda dos ativos de capital.....	25
Gráfico 2 – Evolução do índice de fragilidade financeira externa.....	55
Gráfico 3 – Fragilidade financeira externa e saldo comercial.....	56
Gráfico 4 – Fragilidade financeira externa e reservas internacionais.....	58
Gráfico 5 – Evolução da taxa SELIC e da taxa de câmbio.....	59
Gráfico 6 – Variação real anual do PIB.....	60

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ACC – Adiantamento sobre contratos de câmbio

Bacen – Banco Central do Brasil

CEPAL – Comissão econômica para a América Latina

*DECME* – Demanda corrente por recursos em moeda estrangeira

*DICME* – Disponibilidades correntes de recursos em moeda estrangeira

FHC – Fernando Henrique Cardoso

FMI – Fundo Monetário Internacional

*I* – Investimento

*IFE* – Índice de fragilidade financeira externa

IDE – Investimento estrangeiro direto

IFE – Investimento externo de *portfólio*

PAF – Programa de assistência financeira

*Pd* – Preço de demanda do ativo de capital

PDJ – Paridade descoberta de juros

PIB – Produto interno bruto

PND – Plano nacional de desenvolvimento

*Po* – Preço de oferta do ativo de capital

PPP's – Parcerias público – privadas

PT – Partido dos Trabalhadores

*S* – Poupança

## 1 INTRODUÇÃO

### 1.1 Problema de pesquisa e justificativa do trabalho

Ao longo da história da economia brasileira até o início da década de 1990, a participação direta de um Estado produtor, regulador e financiador, se fez presente. O modelo de crescimento econômico vigente durante este período estava pautado na substituição de importações e em maciços investimentos em infra-estrutura.

O modelo de substituição de importações através da manipulação da taxa de câmbio e do controle das importações buscava dinamizar a produção interna restringindo, como consequência, o intercâmbio comercial do Brasil com o resto do mundo.

A falta de um padrão de concorrência adequado que privilegiasse também a concorrência externa e os elevados gastos do governo, essencialmente com investimentos, desencadearam ao longo desse período um processo inflacionário sem precedentes. A espiral inflacionária foi ainda mais alimentada pelos mecanismos de correção monetária e indexação de preços.

A década de 1980 foi palco de sucessivos e fracassados planos de estabilização econômica, pois, já no início desta década, os elevados patamares de inflação figuravam como o maior inimigo da economia brasileira.

Neste sentido, no início da década de 1990, um novo modelo de crescimento econômico contemplaria a economia brasileira. A busca pela estabilização, em conjunto com a abertura econômico-financeira, inauguraria uma nova fase da economia brasileira. No entanto, somente em 1994, com a implementação do Plano Real, este processo seria consolidado.

A estabilização e a abertura econômica foram tratados pela política econômica do Plano Real como simultâneos e complementares. Para tanto, as medidas que viabilizariam a obtenção de um não poderiam prejudicar o outro (VELASCO, 2001). Porém, não foi isso o que aconteceu, e, como mostra a história mundial, não existem precedentes de experiências de estabilização sem custos. O Plano Real associado à abertura econômico-financeira e apoiado no mecanismo da âncora cambial, agravou demasiadamente o desequilíbrio das contas externas, uma vez que promoveu a apreciação cambial por um longo período.

Já em meados de 1994, os primeiros impactos negativos decorrentes das políticas adotadas com o Plano Real podiam ser sentidos, a saber, reversão da balança comercial,

elevado déficit público, agravamento dos desequilíbrios nas contas externas e forte dependência de capitais externos.

O mecanismo da âncora cambial com o Real extremamente apreciado e relativamente fixo sofrendo pequenas desvalorizações periódicas, e viabilizado por um longo período, impactou de maneira significativa à economia brasileira.

A apreciação cambial logo se refletiu no aumento do coeficiente de importações e na redução do coeficiente de exportações, e isso com efeitos direto no agravamento do déficit em transações correntes, além de deixar a economia vulnerável a ataques especulativos contra o Real como o ocorrido com a fuga de capitais devido aos efeitos-contágio da crise Russa.

Os recorrentes déficits em transações correntes apresentados pela economia brasileira, e agravados com reversão da balança comercial, inevitavelmente foram e são financiados pelo influxo de capitais externos mediante elevadíssimas taxas de juros. Geralmente estes capitais apresentam um perfil de curto prazo devido à desconfiança dos investidores internacionais nas economias emergentes, o que deixa a economia altamente vulnerável.

Nos últimos anos, mesmo com a extraordinária performance do setor exportador, a concentração da pauta dos produtos exportados em *commodities* trouxe consigo um eminente caráter de fragilidade ainda mais agravado pela constante apreciação cambial que o Real vem sofrendo nos últimos meses.

Assim, este trabalho de pesquisa procura avaliar, dentro do conceito teorizado por Minsky (1986), a fragilidade financeira externa da economia brasileira no pós-Real e avaliar os impactos decorrentes do novo modelo de crescimento econômico (Plano Real), agora pautado na abertura econômico-financeira e nas reformas liberalizantes.

Acredita-se que o novo modelo instituído com o Plano Real fragilizou financeiramente a economia brasileira. No início, com a reversão da balança comercial e o desequilíbrio no fluxo corrente de recursos em moeda estrangeira, e posteriormente com a alta vulnerabilidade econômica aos choques adversos ocorridos no cenário econômico internacional, em grande medida associada a forte dependência de capitais externos para garantir o equilíbrio no balanço de pagamentos.

## 1.2 Objetivo geral

Este trabalho tem como objetivo geral:

- Avaliar a fragilidade externa da economia brasileira no período pós-Real, de acordo com a abordagem encontrada em Minsky (1994).

## 1.3 Objetivos específicos

Este trabalho tem como objetivos específicos:

- Construir com base na revisão da literatura disponível e amplamente fundamentado em Minsky (1994), o conceito de fragilidade financeira para uma economia fechada e posteriormente adaptá-lo a uma economia aberta e globalmente integrada;
- Verificar e analisar o processo de inserção da economia brasileira no mundo do comércio e das finanças globalizadas, principalmente a partir da implementação do Plano Real;
- Analisar conjuntamente o grau de fragilidade financeira externa da economia brasileira no período de análise;
- Inferir conclusões acerca da condução da política econômica no tocante a maior ou menor exposição às mudanças nas condições de financiamento e ataques especulativos.

## 1.4 Estrutura do trabalho

O trabalho encontra-se dividido em mais quatro capítulos, além deste introdutório, sendo que o último é destinado às considerações finais.

No segundo capítulo procura-se, a partir da literatura existente e amplamente fundamentada em Minsky (1994), apresentar a construção do conceito de fragilidade

financeira. Para tanto, parte-se desde da abordagem keynesiana sobre o investimento como ponto de partida para os estudos da escola pós-keynesiana e, na seqüência, defini-se fundamentado em Minsky (1986), a fragilidade financeira para uma economia fechada, sendo o desfecho deste capítulo, a adaptação deste conceito para uma economia aberta e globalmente integrada.

No terceiro capítulo, apresenta-se o processo de inserção da economia brasileira no mundo do comércio e das finanças globalizadas, ressaltando a mudança no modelo de crescimento econômico a partir da década de 1990 e os impactos da abertura econômica.

No quarto capítulo encontra-se a aplicação do índice de fragilidade financeira externa (*IFE*) e sua relação com os principais indicadores conjunturais da economia brasileira. Também é apresentada neste capítulo, com base na aplicação do *IFE*, uma análise conjuntural da economia brasileira no período pós-Real.

No quinto e último capítulo, são apresentadas as considerações finais do autor com base em todos os dados e análises constantes no corpo deste trabalho monográfico.

## 1.5 Metodologia

A metodologia utilizada para a elaboração do trabalho será a da análise de dados secundários representativos do balanço de pagamentos obtidos através dos *sites* oficiais do governo brasileiro

Para verificar o grau de fragilidade financeira externa da economia brasileira no período de análise (1994 – 2005), será utilizado o índice de fragilidade financeira externa (*IFE*).

A metodologia utilizada para a construção do *IFE*<sup>1</sup> encontra-se fundamentada em Minsky (1994) e compara as disponibilidades correntes de recursos em moeda estrangeira (*DICME*) com a demanda corrente por esses mesmos fundos (*DECME*). A *DICME* pode ser

---

<sup>1</sup> O ponto de partida para a construção do *IFE* foi à metodologia disponível em DE PAULA & ALVES JÚNIOR (1999). Porém, por motivos operacionais e metodológicos optou-se por adaptar a abordagem de cálculo. A metodologia encontrada em DE PAULA & ALVES JÚNIOR (1999) associa as necessidades de recursos correntes em moeda estrangeira com a capacidade de financiamento de longo prazo. No entanto, sua constituição está totalmente atrelada à antiga metodologia de apuração de dados do balanço de pagamentos, ficando atualmente inviável sua aplicação.

apresentada como sendo a entrada de divisas decorrentes de investimentos diretos, as receitas de exportação, as receitas com juros e outros serviços além dos recursos advindos de empréstimos de médio e longo prazos. Já a *DECME* é apresentada como os gastos com importações, as despesas com juros e outros serviços, a amortização de empréstimos e de uma forma potencial, os estoques de capitais de curto prazo e de investimentos de *portfólio*.

Segue abaixo a metodologia de cálculo do *IFE*:

$$IFE = \sum DECME / \sum DICME, \text{ sendo que:}$$

*DECME* = Demanda corrente por recursos em moeda estrangeira;

*DICME* = Disponibilidades correntes de recursos em moeda estrangeira.

As fontes que alimentaram o *IFE* constituem-se em contas representativas do balanço de pagamentos (quadro 1 da página 42) e podem ser obtidas em *sites* oficiais do governo brasileiro. Os dados utilizados para o cálculo do *IFE* encontram-se no anexo A deste trabalho.

Com base nos resultados evidenciados através da aplicação do *IFE*, será feita uma análise conjuntural e pontual da economia brasileira no pós-Real, ponderando sobre os principais períodos de fragilidade financeira externa e procurando na conjuntura econômica do período fatos e acontecimentos que expliquem esta fragilidade.

## 2 INSTABILIDADE, CRISE E FRAGILIDADE FINANCEIRA NA CONCEPÇÃO MINSKYANA

Ao longo deste capítulo, busca-se analisar, a partir da teoria minskyana, o processo endógeno das instabilidades e crises financeiras, concentrando esforços nos aspectos referentes à fragilidade financeira para uma economia fechada e em seguida amplia-se o mesmo conceito para uma economia aberta e globalmente integrada<sup>2</sup>. Para tanto, parte-se desde o processo de decisão de investimento por parte dos agentes econômicos individuais (empresas e famílias) até a adaptação do conceito de fragilidade financeira de Minsky para uma economia aberta.

Para Keynes (1992), o volume dos novos investimentos, juntamente com a propensão marginal a consumir, é que determina o volume de emprego da economia assim como o nível de poupança, contrariando assim a tendência automática ao pleno emprego encontrada na escola clássica. Desse modo, em Keynes (1992), são os investimentos, juntamente com o seu efeito multiplicador impactando positivamente no produto da economia, que determinam os níveis de emprego e de poupança criando uma relação de causalidade à identidade contábil “investimento = poupança” ( $I=S$ )<sup>3</sup>.

Segundo Sicsú *et al* (1992), contrariamente à teoria clássica que afirma que a poupança financia o investimento, Keynes afirma que o investimento é determinado pelas expectativas empresariais acerca do rendimento futuro dos ativos de capital. Neste sentido, segundo Keynes (1992), todo empresário que deseja investir e que não possui poupança própria, poderia recorrer a financiamentos de terceiros, e, ao longo do processo produtivo, o excesso de renda gerado a partir deste investimento, criaria uma poupança com destino aos encargos do financiamento.

---

<sup>2</sup> CASTELLS (1999) introduz um novo conceito, o de economia global / informacional. Onde se constata que uma acumulação de capital que se transmite por todo o mundo já existe desde o século XVI, e isso de maneira alguma caracteriza uma economia global. Segundo o mesmo autor, uma economia global é aquela com “capacidade de funcionar como uma unidade, em tempo real, e em uma escala planetária” munida de uma estrutura institucional, organizacional e tecnológica. Sendo assim, a evidência de uma economia global está na integração financeira e seu poderoso aparato tecnológico com capacidade de gerar, processar e distribuir informações complexas em toda a rede global, e possibilitando através de produtos financeiros inovadores como os derivativos a sua operacionalização vinte quatro horas por dia de “qualquer parte do mundo”, e com risco reduzido. O espetacular aumento da corrente de comércio em vários países aliado à produção transnacional e pela divisão internacional do trabalho, também evidencia essa nova economia e caracterizam a sua gênese e dinâmica.

<sup>3</sup> Para a escola Clássica, esta relação de causalidade é inversa ( $S=I$ ), sendo o investimento determinado pelo nível de poupança.

A escola pós-keynesiana por sua vez, partindo das idéias de que Keynes trouxe contribuições novas para o estudo das economias capitalistas, considerou que alguns elementos fundamentais<sup>4</sup> encontrados em Keynes, não foram devidamente tratados pela síntese neoclássica (LIBÂNIO, 2000).

Um destes elementos é considerado como a introdução do papel ativo desempenhado pelo Estado na condução das políticas econômicas. Porém, tão importante quanto este aspecto, foi à introdução de uma teoria de determinação do investimento que além da taxa de juros, levou em consideração a expectativa de lucro futuro, e principalmente as condições de financiamento da economia. Segundo Studart (2005, p.336):

[...], na visão de Keynes, o investimento pode ser restringido por falta de financiamento, mas nunca por falta de poupança. A decisão de expandir a oferta de financiamento, para Keynes, depende primordialmente da disposição do setor financeiro e incorrer riscos. Uma vez que o setor financeiro esteja disposto a incorrer em tal risco, o investimento adicional sempre gera um processo multiplicador e, portanto, uma idêntica quantidade de poupança.

Minsky, sem dúvida é um dos mais destacados e conhecidos autores da escola do pensamento econômico pós-keynesiana, e em conformidade com a teoria keynesiana, parte da análise quanto à decisão de investimento incluindo-se aí, também, a decisão de financiamento, demonstrando assim a estreita relação existente entre esses dois processos decisórios e suas implicações ao curso da acumulação das economias capitalistas modernas e ao processo endógeno de instabilidade e crises financeiras.

Segundo Minsky (1986), é no cerne deste processo que se encontram as bases para a instabilidade financeira das economias de mercado. De acordo com Oreiro (2006, p. 10) Keynes afirma que:

[...], não existem mecanismos de mercado capazes de fazer com que essas economias apresentem uma trajetória de crescimento caracterizada pela estabilidade, [...], e, além disso, essa **instabilidade é endógena** no sentido de ser o resultado da própria estrutura das economias de mercado, sendo assim independente da ocorrência de “choques exógenos” sobre as mesmas. (grifos do autor)

Neste sentido, para Minsky, a instabilidade financeira típica das economias capitalistas modernas, parece encontrar-se associada ao caráter cíclico do endividamento dos agentes

---

<sup>4</sup> Para maiores detalhes dos elementos fundamentais da teoria keynesiana que não foram devidamente tratados pela síntese neoclássica, ver LIBÂNIO (2000).

econômicos, essencialmente decorrente da expansão dos investimentos, o que Minsky (1994) argumenta como sendo o caráter endógeno dos processos de instabilidade e crises financeiras.

Sendo assim, para Minsky (1986), a atividade financeira é essencialmente pró-cíclica, onde períodos de próspero crescimento são primordialmente resultados das expectativas positivas por parte dos demandantes finais de recursos (empresas e famílias), que tendem a afetar também positivamente as expectativas do setor financeiro. Isso permite o crescimento da alavancagem das instituições financeiras e do endividamento das empresas e famílias, mas também uma expansão da fragilidade financeira (STUDART, 2005).

## 2.1 A decisão de investimento em Minsky

No âmbito interno das economias capitalista, o financiamento das atividades produtivas, ou seja, os investimentos em ativos de capital, podem vir de fontes internas a própria empresa como lucros retidos, giro de ativos superior ao giro de passivos entre outros, ou de fontes externas, como empréstimos bancários, crédito subsidiado, subscrição de capital entre outros. Em outras palavras, a estrutura de capital das empresas compõem-se de recursos próprios e de terceiros, e o seu sucesso está altamente correlacionado com a estratégia de administração desta estrutura. Conforme Keynes (1992, p.64), investimento pode ser entendido como:

“[...], a adição corrente ao valor do equipamento de capital que resultou da atividade produtiva do período. [...], o que pode ser definido como poupança, pois representa a parte da renda do período não absorvida pelo consumo.”

A constante busca por financiamentos, em parte, está relacionada aos investimentos em ativos de capital, ou seja, a manutenção, ampliação ou renovação do parque fabril. De acordo com Cavalcante *et al* (2005, p.155):

Manter seu parque de máquinas, equipamentos e demais ativos fixos no melhor estado de conservação possível, além de zelar pela sua competitividade, ou seja, manter seu parque de ativos atualizado tecnologicamente [...] são vitais a uma organização.

Minsky apresenta a sua teoria de determinação do investimento partindo de três tipologias gerais de ativos, a saber, os ativos de capital, os financeiros e a própria moeda. Para

Minsky (1992), tanto os ativos de capital quanto os financeiros possuem a capacidade de proporcionar um rendimento, porém, os ativos de capital apresentam algumas peculiaridades.

No que diz respeito a existência de um mercado secundário, é quase inexistente e pouco significativo para os ativos de capital, pois seus rendimentos estão diretamente relacionados ao desempenho da empresa detentora e até mesmo ao da conjuntura macroeconômica, enquanto para os ativos financeiros, em decorrência dos seus rendimentos serem mais certos tanto em magnitude quanto em periodicidade, há um mercado secundário robusto e mais organizado.

De acordo com Deos (1998, p. 32) uma outra característica importante dos ativos na concepção minskyana:

Está na introdução de um custo de manutenção ou de carregamento expressivo (no sentido de que possa superar seu rendimento) para todos os ativos. Isso por que o custo de carregamento passa a ser entendido como o compromisso de pagamento exigido do passivo que “carrega” (ou seja, financia) qualquer ativo.

Keynes (1992), também argumenta neste sentido, apresentando o custo de carregamento ou manutenção de um ativo de capital como sendo aquele custo que decorre de desgastes naturais ou acarretam algum tipo de perda pela sua deterioração, obsolescência e até corrosão inflacionária. Porém, este custo, na concepção de investimento de Minsky, pode assumir valores expressivos que, em tese, podem superar o rendimento do investimento, idéia que não aparece claramente na definição de portfólio de Keynes (DEOS, 1998).

Nesta concepção, a decisão de investimento para Minsky está intimamente ligada à decisão de financiamento, personificada no custo de carregamento dos ativos, mostrando que todo o ativo tem um custo de carregamento e que o retorno do investimento, assim como o seu custo de carregamento devem ser compatibilizados tanto em prazos quanto em geração de caixa. Sendo assim, Minsky afirma que a relação entre os processos decisórios de investimento e financiamento são simultâneas e compartilhadas (MINSKY, 1992).

Quanto aos aspectos relacionados à liquidez dos ativos, ou seja, preferência pela liquidez e prêmio pela liquidez, Keynes (1992) caracteriza este aspecto como sendo um atributo que já decorre da natureza das economias capitalistas, e apresenta três motivos para a preferência pela liquidez, a saber, o motivo transação, precaução e especulação. O motivo transação informa a quantidade de moeda necessária ao giro dos negócios, ou seja, pagamento de despesas durante o período de maturação do investimento. Já o motivo precaução está relacionado aos desembolsos frente aos acontecimentos inesperados, assim como a exploração de novas oportunidades ou algum problema conjuntural indesejável. Finalmente, o motivo

especulação decorre da demanda por moeda corrente justificada pela expectativa dos agentes quanto a mudanças favoráveis no preço dos ativos e conseqüentemente na taxa de juros. O prêmio pela liquidez nessa concepção, se configura como o montante que os agentes estão dispostos a pagar pela segurança e facilidade na conversão dos ativos em moeda corrente.

Já Minsky (1975) argumenta no sentido de que o prêmio pela liquidez se apresenta apenas na forma de um retorno implícito, ou seja, seu alto grau de conversibilidade em moeda corrente, não havendo rendimentos na forma de fluxo de caixa. Quanto a sua preferência, é justificada como uma forma de proteção futura em decorrência das instabilidades e incertezas.

Na análise da determinação do investimento de Minsky, fica evidente a caracterização especulativa que o autor denota tanto ao empresário investidor, quanto aos agentes financiadores. Segundo Minsky (1975, p. 89) *apud* Deos (1998, p. 33):

[...] a especulação bem sucedida na aquisição de ativos reais é um objetivo da gestão dos negócios. Empresários, à medida que entram no jogo misto de habilidade e sorte que são os negócios, são, inevitavelmente, especuladores.

Esta dimensão especulativa atribuída aos agentes econômicos participantes do processo de investimento deve-se, em parte, aos comportamentos adotados. No âmbito do empresário, pelo fato de que o novo investimento em ativo de capital, ao ser financiado, exigirá no futuro sua amortização acrescida de juros e prêmio de risco, e em decorrência das instabilidades e incertezas futuras a probabilidade de o retorno gerado pelo investimento (fluxo de caixa) ser capaz de honrar com as obrigações anteriormente assumidas, é meramente estatística. Quanto ao agente financiador, ao viabilizar o investimento, especula acerca da geração futura de fluxo de caixa, que provavelmente será a fonte pagadora do financiamento.

Diferentemente de Keynes, onde a determinação do investimento é feita através da comparação entre a eficiência marginal do capital<sup>5</sup> e o preço de oferta<sup>6</sup> do ativo de capital, a análise da determinação do investimento em Minsky é feita em termos da comparação entre o preço de demanda dos ativos e o seu preço de oferta, cuja definição não é igual a de Keynes. O preço de demanda<sup>7</sup> de um ativo de capital é, segundo Minsky, diretamente proporcional a

---

<sup>5</sup> Keynes define a eficiência marginal do capital como sendo a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital durante toda sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta. (KEYNES, 1992, p. 115).

<sup>6</sup> O preço de oferta para Keynes refere-se ao preço que bastaria, exatamente, para induzir um fabricante a produzir uma nova unidade suplementar desse bem de capital (KEYNES, 1992).

quantidade de moeda em circulação na economia e à expectativa acerca do retorno esperado com o investimento. Neste sentido, essa expectativa de renda bruta do capital (quase-renda) deve ser descontada a uma taxa determinada no mercado financeiro, em que quanto maior for à quantidade de moeda em circulação na economia menor será a taxa de desconto e maior será o preço de demanda dos ativos. É importante salientar que este processo de determinação do preço de demanda dos ativos de capital é expectacional, pois está assentado em expectativas intimamente dependentes do desempenho da firma individual e da economia como um todo, que a médio e longo prazo podem alterar-se.

Ainda na determinação do preço de demanda dos ativos de capital, temos implicitamente o risco do devedor, ou seja, a necessidade e o peso dos financiamentos na determinação do investimento, seja externamente, através de empréstimos bancários, ou internamente, através de subscrição de capital e liquidação de ativos financeiros. Isto posto, reduz a margem de segurança da estrutura de ativos elevando o risco de o devedor não cumprir com suas obrigações junto aos agentes financiadores nos montantes e prazos contratualmente estabelecidos.. Neste sentido Minsky (1975, p. 191) *apud* Deos (1998, p. 35) entende que:

Em qualquer caso o risco do devedor irá aumentar à medida que aumenta o peso do financiamento externo ou decresce a liquidez. Este risco do devedor não está refletido em nenhum custo objetivo, mas reduz o preço de demanda dos bens de capital.

Sendo assim, à medida que a margem de segurança da estrutura de ativos é reduzida pelo financiamento externo, ou pela liquidação de ativos de maior liquidez, aumenta consideravelmente o chamado risco do devedor o que implica numa progressiva queda no preço de demanda dos ativos de capital. Um outro aspecto relacionado ao risco do devedor é, segundo Minsky, a concentração do *portfólio* de ativos e o aumento da imobilização, isso em decorrência do aumento do volume de investimentos em ativos de capital.

Sendo assim, a função:  $Pd = f(LF, M)$  que descreve o preço de demanda dos ativos de capital reflete um processo expectacional de capitalização de rendimentos futuros, que por sua vez é diretamente proporcional a uma dada oferta monetária, além do risco do devedor que amplia-se progressivamente com o aumento do volume de investimentos.

---

<sup>7</sup>

(+) (+)  
 $Pd = f(LF, M)$ , onde  $Pd$  = preço de demanda do ativo de capital,  $LF$  = expectativa de lucros futuros e  $M$  = quantidade de moeda em circulação.

Quanto ao preço de oferta<sup>8</sup> de um ativo de capital, contrariamente ao preço de demanda que é formado de forma subjetiva e expectacional, o preço de oferta é determinado com base em fatores objetivos como a taxa de salários, a taxa de juros, a produtividade e o *mark-up* aplicado sobre os custos. Inerente ao preço de oferta tem-se o risco do credor, ou seja, na medida em que aumenta o grau de endividamento do investidor, aumenta também as exigências contratuais na formalização do financiamento, ou seja, maiores taxa de juros, menores prazos, exigências de determinadas garantias entre outros. Sendo assim, a medida em que se incorpora o risco do credor, o preço de oferta dos ativos de capital tende de uma forma geral a aumentar progressivamente.

Sendo assim, a função:  $Po = f(w, i, p, \mu)$  que descreve o preço de oferta dos ativos de capital reflete de forma objetiva variáveis diretamente relacionadas à estrutura de custos e de capital, incorporando progressivamente a medida em que aumenta o volume dos investimentos (grau de endividamento do investidor), o risco do credor.

Neste sentido, com base na determinação das funções preço de demanda ( $Pd$ ) e preço de oferta ( $Po$ ) dos ativos de capital é possível caracterizarmos a decisão de investimento sem dissociá-la da decisão de financiamento, como fica demonstrado na análise do gráfico 1. O investimento deve ser realizado no ponto em que o preço de demanda for superior, ou no limite, igual, ao preço de oferta dos ativos de capital, dito em outras palavras, o investimento deve ser realizado sempre que o valor presente dos rendimentos esperados proporcionados pelos ativos de capital já descontados os custos do financiamento, for maior, ou no limite igual, ao seu preço de oferta (custo), o que no gráfico 1 corresponde a área sombreada. Sendo assim, se  $Pd$  for maior que  $Po$ , haverá um excesso de demanda por financiamento, o que posteriormente terá como reflexo o aumento no risco do devedor e conseqüentemente uma queda no  $Pd$  (a partir do ponto “A” no gráfico 1), pois o peso do financiamento passa a comprometer a estrutura de capital da firma. Em contrapartida o aumento do  $Po$  é ocasionado devido ao esgotamento dos insumos, a pressão sobre os salários e o inevitável aumento das taxas de juros, o que também eleva o risco do credor (a partir do ponto “B” no gráfico 1). Neste sentido, Deos (1998, p. 39) argumenta que:

[...] o investimento tem o caráter irrevogável de um fenômeno financeiro, já que são as condições sob as quais se obtém o financiamento do

<sup>8</sup> (+) (+) (-) (+)

$Po = f(w, i, p, \mu)$ , onde  $Po$  = preço de oferta do ativo de capital,  $w$  = taxa de salários,  $i$  = taxa de juros,  $p$  = produtividade e  $\mu$  = *mark-up*.

investimento é que determinam, mais do que quaisquer outras, suas condições.

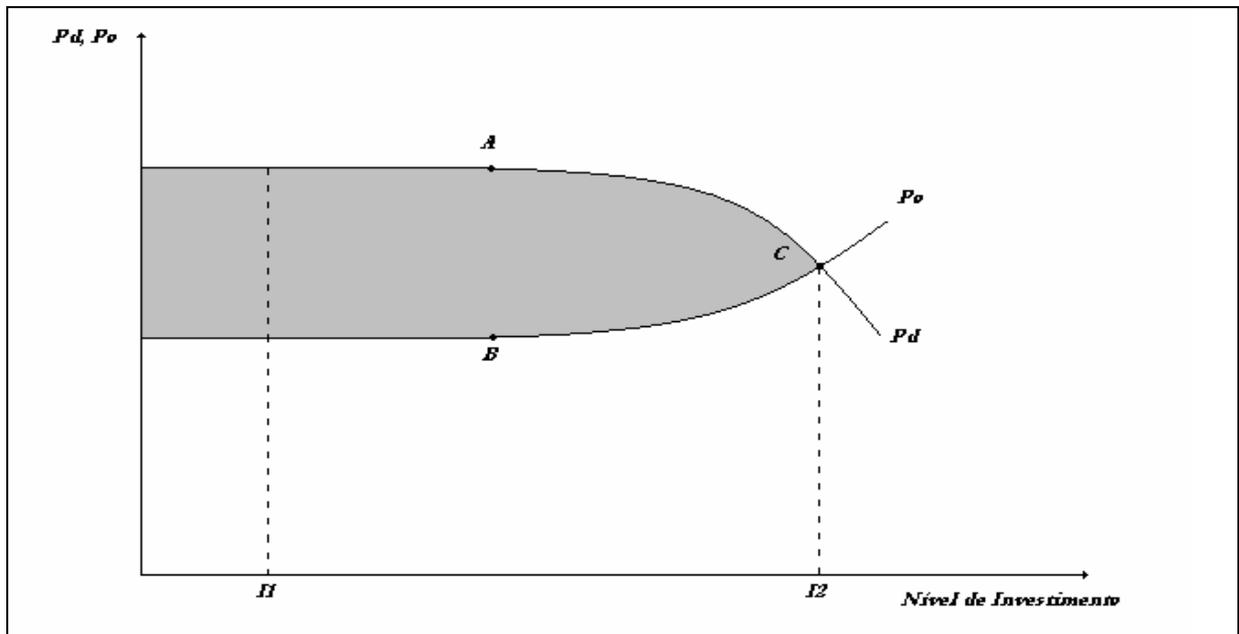


Gráfico 1: Funções preço de oferta ( $P_o$ ) e preço de demanda ( $P_d$ ) dos ativos de capital.  
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de MINSKY (1982).

Além do seu caráter financeiro, devido à decisão de investimento estar associada à decisão de financiamento, ou seja, há na concepção minskyana uma interdependência entre o real e o monetário, entre o investimento e o financiamento. Há também o caráter expectacional, não associado aos riscos, mas sim associado ao tempo e a incerteza sobre as condições futuras. Nesta linha de argumentação fica implícito o que para Minsky seria a principal causa de flutuação dos investimentos, ou seja, as condições de financiamento, incluindo as taxas de juros devido a sua grande volatilidade.

## 2.2 A fragilidade financeira no sentido minskyano

Com base na teoria do investimento até aqui exposta, fica evidente a importância das condições de financiamento para a decisão de investimento. O aumento dos investimentos por parte de uma firma individual implica em modificação da sua estrutura de capital, dado o peso

dos financiamentos bancários ou a liquidação de ativos de maior liquidez<sup>9</sup>. Por outro lado, o peso dos financiamentos eleva as obrigações futuras e reduz a margem de segurança desta estrutura, aumentando progressivamente o que ficou convencionado como risco do devedor.

Dado estas modificações na estrutura de capital, a capacidade de investimento da firma vai sendo condicionada e configura-se por estruturas financeiras que são determinadas pela postura adotada por cada unidade econômica. Para Minsky, estas estruturas financeiras seriam classificadas em conformidade com o grau de fragilidade financeira, o que é gerado em última instância pela necessidade de financiamento externo. Para Minsky (1986), fragilidade financeira pode ser entendida como a tendência inerente ao comportamento dos agentes econômicos numa economia capitalista moderna, em ampliar a participação do financiamento externo<sup>10</sup> nas suas aquisições de ativos de capital (investimento), o que por sua vez, torna-os mais suscetíveis ao comportamento da economia, principalmente do instável e volátil mercado financeiro personificado na taxa de juros. Seguindo esta mesma linha de argumentação, Costa (2002) define a fragilidade financeira das estruturas de capital como a relação entre o serviço da dívida e o faturamento líquido necessário para o serviço do estoque desta mesma dívida. No caso de não haver receita suficiente para fazer frente às obrigações contraídas, recorre-se ao refinanciamento, e se por ventura haja dificuldades em rolar a dívida, o agente econômico endividado pode recorrer à liquidação de ativos como fonte interna de recursos.

Neste sentido, o conceito de fragilidade financeira mostra uma interdependência com a estrutura de capital das empresas e, principalmente, com a estratégia de investimento e gerenciamento desta estrutura, que além de condicionar os novos investimentos pode gerar obrigações futuras que, devido às incertezas e a volatilidade dos mercados financeiros, pode vir a superar a geração de caixa. Dessa forma, o grau de fragilidade financeira não é somente analisado através da composição da carteira de investimentos das unidades econômicas, mas, principalmente, pela capacidade de geração de caixa desta carteira. Sendo assim, para um melhor entendimento e aplicação do conceito de fragilidade financeira, Minsky (1986) apresenta a classificação das unidades econômicas de acordo com a postura financeira adotada:

---

<sup>9</sup> Como mencionado anteriormente, a decisão de investimento por parte de uma firma individual pode ser financiada por recursos oriundos de fontes internas ou externas a própria empresa.

<sup>10</sup> Financiamento externo está sendo definido, nesta subseção, como financiamento oriundo de uma fonte de recursos externa a empresa, não tendo qualquer vínculo com o financiamento oriundo do mercado financeiro internacional.

- i. Estruturas financeiras *hedge*: são caracterizadas por unidades econômicas para as quais o retorno esperado dos investimentos em ativos de capital é superior ao das obrigações geradas por este mesmo investimento, agora no presente e no futuro. Dito de outra maneira, as unidades econômicas que são caracterizadas como *hedge* são capazes de gerar recursos necessários tanto para a amortização dos financiamentos quanto para o pagamento dos juros incidentes;
- ii. Estruturas financeiras *especulativa*: são caracterizadas por unidades econômicas para as quais o retorno esperado dos investimentos em ativos de capital é superior ao das obrigações geradas por este mesmo investimento somente no montante necessário para o pagamento dos juros incidentes, não sendo capazes de amortizarem os financiamentos. A principal característica das unidades econômicas caracterizadas como *especulativa* é a constante necessidade de refinanciamento, indispensáveis para o pagamento do principal. Este tipo de estrutura financeira também é inerente a projetos de investimentos cujo prazo de maturação é de longo prazo, porém com dívidas de curto prazo;
- iii. Estruturas financeiras *Ponzi*: são caracterizadas por unidades econômicas para as quais o retorno esperado dos investimentos em ativos de capital é inferior ao das obrigações geradas por este mesmo investimento, não sendo possível os pagamentos da amortização e dos juros do financiamento. A principal característica das unidades econômicas caracterizadas como *Ponzi*, é a constante necessidade de refinanciamento, indispensáveis para os pagamentos do principal e dos juros incidentes.

Neste sentido, as estruturas financeiras, ao serem classificadas e caracterizadas em conformidade com o grau de fragilidade financeira, refletem necessariamente as condições de financiamento e as estratégias de investimentos adotadas pelas empresas. As unidades econômicas que apresentam estrutura financeira do tipo *hedge* possuem uma ampla margem de segurança e apenas dependem do perfeito funcionamento dos mercados para que sejam gerados os caixas necessários para fazer frente às dívidas contraídas. Por outro lado, estruturas financeiras do tipo *especulativa* ou *Ponzi* são, do ponto de vista financeiro, consideradas frágeis, e a sua sustentação temporária depende em grande parte da capacidade de refinanciamento das dívidas outrora contraídas, ou seja, dependem do adequado funcionamento dos mercados financeiros.

Sendo assim, Minsky (1982) *apud* Deos (1998, p. 40) apresenta três aspectos de fragilidade inerentes a estes tipos de estruturas financeiras:

Primeiro porque uma elevação na taxa de juros eleva a relação entre os compromissos financeiros e o retorno dos ativos da firma. Segundo porque à medida que seus ativos têm longo prazo de maturação, uma elevação nas taxas de juros levará, concomitantemente, a uma elevação no valor dos passivos e a uma queda proporcionalmente maior no valor dos ativos. [...]. Por último, como as avaliações a respeito da estrutura de endividamento aceitável são subjetivas, uma queda na relação entre retorno do investimento e compromissos financeiros pode levar, por parte do mercado financeiro, a reavaliações rápidas e disseminadas a respeito de quais são as estruturas financeiras desejáveis e aceitáveis.

Estruturas financeiras do tipo especulativa ou *Ponzi*, ao se encontrarem com deficiência de geração de caixa para fazer frente às obrigações contraídas com os financiamentos externos, ficam muito suscetíveis à volatilidade do mercado financeiro, ou seja, uma elevação na taxa de juros praticada no mercado tende a reduzir o valor presente do fluxo de caixa gerado a partir do investimento, e, inevitavelmente, elevam as obrigações com o serviço da dívida.

A transição de estruturas financeiras por parte das empresas é um fenômeno mais comum do que se imagina. No que diz respeito às unidades econômicas do tipo *hedge*, Minsky (1986) argumenta que existem mecanismos internos ao funcionamento de um sistema formado por estas unidades que tendem a torná-lo um sistema formado por unidades do tipo especulativa ou *Ponzi*. Estes mecanismos estariam necessariamente atrelados à expectativa de retorno dos investimentos, e as taxas de juros de curtos e longos prazos, associadas a um sistema do tipo *hedge*. Em um ambiente formado por unidades econômicas do tipo *hedge*, as expectativas otimistas quanto ao retorno dos investimentos são perfeitamente aceitáveis, pois os sistemas deste tipo tendem a apresentar taxas de juros de curto prazo inferiores<sup>11</sup> as taxas de juros de longo prazo e ao retorno esperado com a realização dos investimentos em ativos de capital. Neste sentido, aumentam os incentivos econômicos para que as empresas ampliem seu volume de investimentos, principalmente por meio de financiamentos externos, o que inevitavelmente as conduzirá a uma estrutura financeira do tipo especulativa ou *Ponzi*.

Deos (1998, p. 41) apresenta um outro mecanismo de transição de uma unidade *hedge*, para uma unidade especulativa ou *Ponzi*:

---

<sup>11</sup> Em um sistema *hedge* a preferência pela liquidez no curto prazo é extremamente reduzida, e conjuntamente com a oferta monetária, é que é determinada a taxa de juros de curto prazo.

[...], as unidades que assumem uma postura financeira *hedge*, imunes à fragilidade financeira, só podem ter sua posição deteriorada em função de uma “crise” no mercado de bens. Tornar-se-ão especulativas em decorrência de uma queda na demanda das unidades com estruturas financeiras especulativas e *Ponzi*. [...], à medida que a expansão do investimento leva a um maior endividamento, as unidades passam a assumir posições cada vez mais especulativas, que exigem o refinanciamento das dívidas em volume crescente. (grifos nosso).

Quanto a um ambiente formado por unidades econômicas do tipo especulativa, ao dependerem do mercado financeiro para constantemente refinanciar seus débitos, estão muito suscetíveis as condições de mercado e uma elevação abrupta nas taxas de juros pode agravar ainda mais a situação levando a uma estrutura financeira do tipo *Ponzi*. O contrário também é verdadeiro, ou seja, em um sistema formado por unidades do tipo *Ponzi*, uma redução nas taxas de juros e melhores condições de refinanciamento podem implicar em uma transição para uma estrutura financeira do tipo especulativa.

Diante do que foi exposto até o momento, fica evidente que todo este processo de endividamento recorrente em uma economia capitalista se faz necessário à ampliação dos investimentos. Entretanto, ao depender dos mercados financeiros para o processo de financiamento e refinanciamento das dívidas, a estrutura financeira adquire um caráter instável decorrente da volatilidade existente nestes mercados, que também se faz responsável pelos processos de transição de unidades econômicas do tipo *hedge* em unidades do tipo especulativa ou *Ponzi*. Neste sentido, para Minsky (1986) o endividamento apresenta um caráter cíclico, e inerentemente instável, dada à estrutura de financiamento que se cria nos períodos de prosperidade, ou seja, em um sistema predominantemente *hedge*. Sendo assim, é possível constatar que os processos de instabilidade e crises financeiras são gerados endogenamente, e tem seu cerne nas condições de financiamento / investimento da economia. Minsky (1994) argumenta que o núcleo analítico da hipótese de instabilidade financeira está concentrado em condições capitalistas onde o ritmo dos investimentos depende das condições de financiamento, tanto de fontes internas quanto externas, mais principalmente desta última. Está assim posto, o caráter endógeno e cíclico da hipótese de instabilidade financeira em Minsky.

Em outras palavras, nos períodos de prosperidade<sup>12</sup> do ciclo econômico, a demanda por financiamentos adicionais é crescente e a decisão final fica com os agentes financiadores (banqueiros e empresários do setor financeiro). Esta decisão estará calcada nas expectativas

---

<sup>12</sup> Fase do ciclo econômico caracterizado por expectativas otimistas relativas ao rendimento futuro dos bens de capital suficientemente fortes para compensar a abundância crescente desses bens, a alta de seus custos de produção, provavelmente, também, a alta da taxa de juros. (KEYNES, 1992, p. 245).

de retorno dos investimentos que em períodos de prosperidade são comumente reavaliadas positivamente. Sendo assim, os agentes financiadores expandem seus próprios balanços, e passam a atender esta demanda adicional por crédito, aceitando assim maiores níveis de endividamento por parte dos agentes econômicos. No entanto, nem sempre a quantidade de reservas do sistema bancário é suficiente para atender a toda esta demanda, é neste sentido que surgem as inovações financeiras e em última instância uma reestruturação do setor financeiro. “No entender de Minsky, a inovação financeira é uma característica das fases expansionistas das economias capitalistas modernas, pois permite que uma determinada base monetária dê suporte a um volume maior de gastos” (DEOS, 1998, p.43).

Sendo assim, essa tendência cíclica e quase natural das economias capitalistas, se caracteriza por períodos recorrentes de instabilidade financeira que só vem reforçar o caráter instável da economia. Para Minsky (1992, p.11):

[...], como a instabilidade financeira é um dos aspectos importantes dos ciclos de negócios da história, uma teoria que explique a instabilidade financeira nos possibilitará entender por que a nossa economia é intermitentemente instável

Neste sentido, e de acordo com o grau de fragilidade financeira dos agentes econômicos, Minsky conclui que quanto maior o peso da estrutura *hedge* na economia, maior será sua estabilidade, enquanto que um crescimento do peso da postura especulativa e da *Ponzi* indica um aumento da suscetibilidade da economia à instabilidade financeira.

### 2.3 Adaptação do conceito de fragilidade financeira a economia aberta e globalmente integrada

Uma economia aberta é aquela que mantém vínculos comerciais e financeiros com o resto do mundo. A abertura é composta por três dimensões distintas: a abertura dos mercados de bens; a abertura dos mercados financeiros; e a abertura dos mercados de fatores. A abertura dos mercados financeiros possibilitada pela globalização financeira representa a possibilidade que os investidores financeiros têm de escolher entre ativos financeiros internos e externos (BLANCHARD, 2004). Isto, em última instância, implica em uma nova alternativa para o financiamento dos investimentos internos, tanto para o governo, quanto para as unidades econômicas (firmas individuais), mediante o acesso aos capitais externos.

A globalização financeira é originada do progressivo movimento de liberalização financeira no plano doméstico, ou seja, na crescente abertura do mercado financeiro doméstico ao capital externo, e na crescente mobilidade dos capitais, além, é claro, do aumento da corrente de comércio<sup>13</sup>. Dada a liberalização dos mercados financeiros, um influxo de capitais, tanto de investimentos externos diretos (*IDE*), quanto de investimentos externos de *portfólio*<sup>14</sup> (*IEP*), se deslocam entre os países buscando as melhores condições para sua reprodução, a saber, taxa de juros e taxa de câmbio favoráveis, e fundamentos macroeconômicos estáveis. De acordo com Minsky (1994, p. 25):

A vasta expansão do comércio internacional ao longo das últimas décadas resultou numa integração mundial das economias e dos sistemas financeiros em uma intensidade sem precedência histórica. O crescimento do comércio internacional foi acompanhado por uma grande expansão da diversificação internacional de *portfólios* e por uma ampliação dos movimentos de capitais. [...], as revoluções dos transportes, das comunicações e da computação, sob a forma de “containerização”, de aviões de carga gigantes e de tecnologias eletrônicas digitais aplicadas à computação e à comunicação, são as razões subjacentes a esse crescimento dos vínculos comerciais e financeiros. (grifos do autor).

No entanto, cada Estado Nação é uma unidade econômica unificada perante o resto do mundo e todas as transações realizadas por residentes e não-residentes são contabilizadas no balanço de pagamentos.

Dentro desta estrutura financeira internacionalmente integrada, seguindo a mesma estrutura lógica de uma economia fechada, os passivos de cada agente econômico, seja governo, empresas ou famílias, devem ser sustentados por um fluxo presente e futuro de receitas, o que diferirá em uma economia aberta, em contexto de endividamento internacional, é que este fluxo de receitas pode estar sendo gerado em determinada moeda enquanto as obrigações em outras (MINSKY, 1994). É neste sentido que o enfoque sobre a taxa de câmbio passa a ser extremamente importante para a determinação do resultado do balanço de pagamentos, ao mesmo tempo em que também é determinada por este resultado.

Decorre daí novas implicações ao conceito de fragilidade financeira, agora denominada externa. Qualquer forma de financiamento utilizando capital externo representará operações de câmbio, pois os investimentos estrangeiros em carteira implicam

---

<sup>13</sup>  $[(X + M) / PIB]$ , onde  $X$  = exportações,  $M$  = importações e  $PIB$  = produto interno bruto. Este índice mede o grau de abertura comercial.

<sup>14</sup> *Portfólio* ou Carteira de Investimentos: refere-se ao conjunto de ativos mantidos pelo investidor. O *portfólio* pode incluir ativos financeiros, monetários ou reais. Entretanto, de um modo geral, usa-se a expressão investimento de *portfólio* tendo como referência ativos financeiros.

necessariamente uma compra de moeda doméstica antes ou simultaneamente a compra de ativos financeiros. Desta maneira, variáveis como a taxa de câmbio ao mesmo tempo em que são condicionadas pelo fluxo de capitais, os condicionam.

Outro conceito importantíssimo para a análise dos fluxos de capitais e mercadorias de uma economia com o resto do mundo, são as contas do balanço de pagamentos<sup>15</sup>. De acordo com Minsky (1994, p.26):

Os itens financeiros nos balanços são: meios de pagamento, compromissos de pagamentos a terceiros e direitos de recebimentos de terceiros. Os valores colocados nos itens de um balanço são uma avaliação corrente de um fluxo de caixa esperado ou um valor derivado de uma transação histórica (uma operação de compra ou de financiamento) modificado pelas depreciações autorizadas.

Além disso, a contabilidade por partidas dobradas aplicada ao balanço de pagamentos nos permite verificar que cada entrada no balanço deve estar necessariamente acompanhada por um registro que a compense no mesmo balanço. Sendo assim, as contas passivas do balanço de pagamentos, correspondem aos compromissos de pagamento, e as contas ativas representam um fluxo de receitas presentes e futuras. É importante salientar que no balanço de pagamentos são registradas tanto as transações governamentais, quanto à das famílias e as das firmas, com o resto do mundo, decorre daí seu caráter macroeconômico agregador.

Neste sentido, o foco de análise vai além do âmbito das estruturas financeiras dos agentes econômicos individuais, e passa a um patamar macroeconômico: às contas do balanço de pagamentos, associadas à condução das políticas fiscal, monetária e cambial.

Sendo assim, o conceito de fragilidade financeira que passa a ser entendido como fragilidade financeira externa, está amplamente relacionada a capacidade de pagamento dos compromissos de uma economia específica como um todo, isto é, a partir da possibilidade de obtenção de receitas que permitam o pagamento das suas obrigações com as contas externas. De acordo com De Paula *et al* (1999):

Em outras palavras, a resultante macroeconômica de posturas financeiras - em moeda estrangeira - dos agentes será uma economia frágil se o conjunto de agentes residentes, envolvidos em transações com o exterior, é de tal ordem que os compromissos financeiros a vencer - ao menos os mais imediatos - não possam ser cumpridos com o uso dos recursos

---

<sup>15</sup> As transações de um país com o resto do mundo, incluindo tanto fluxos comerciais quanto financeiros, são resumidas por um conjunto de contas denominado Balanço de Pagamentos (BLANCHARD, 2004).

externos disponíveis, a não ser que sejam complementados por refinanciamento das obrigações de curto prazo.

Nesta linha de raciocínio, nos deparamos com mais um conceito, o de vulnerabilidade externa, que em hipótese alguma, pode ser desvinculado do conceito de fragilidade financeira externa. Está última é, no extremo, dada pela forte dependência de capitais externos para fazer frente às obrigações, a rolagem ou ao equilíbrio das contas externas, e isto sob uma lógica especulativa e curto prazista de acumulação através da diversificação internacional de *portfólio*, acentuada com a liberalização e integração financeira. De acordo com Carneiro (1999, p. 14):

Os influxos de capitais não necessariamente são para os países deficitários e os afluxos não advém necessariamente dos países superavitários. Assim, a direção dos fluxos vão progressivamente perdendo a conexão com a situação das transações correntes, a rigor são os fluxos e a sua continuidade que vão determinar a situação do balanço de transações correntes.

Sendo assim, dentro desta lógica especulativa de acumulação, a forte dependência por capitais externos só vem acrescentar às economias, principalmente às emergentes, o caráter de vulnerabilidade externa, ou seja, a baixa capacidade de resistência dessa economia frente aos choques externos, pois uma vez fragilizada financeiramente, os instrumentos de política econômica devem quase que necessariamente privilegiar as condições de atratividade para o capital externo, que em última instância são as condições de refinanciamento desta economia frente as suas obrigações externas.

Neste sentido, entendemos vulnerabilidade externa como sendo a dependência que uma economia tem em relação ao ingresso de capitais, geralmente com uma lógica especulativa de curto prazo, para fazer frente as suas obrigações externas e garantir o equilíbrio no balanço de pagamentos. Entretanto, o caráter de vulnerabilidade se apresenta na alta volatilidade e na lógica de reprodução associada a estes capitais, que se orientam de acordo com a taxa de rentabilidade e iniciam um brusco movimento de saída e entrada, a quaisquer sinais de crise, elevação das taxas de juros e mudanças cambiais previstas.

Fica evidente assim que, com a abertura comercial e financeira, as transações sejam elas comerciais, de diversificação de *portfólio* ou governamentais, estarão sendo sustentadas por um fluxo de fundos gerados a partir de rendas em moeda nacional enquanto suas contrapartidas são geralmente em moeda internacional forte. O sucesso dessas transações dependerá do equilíbrio alcançado no balanço de pagamentos e da capacidade de acumulação de divisas, caso contrário pode-se gerar um estrangulamento externo.

Neste sentido, todas as transações realizadas com o resto do mundo são determinadas, segundo Minsky (1994), por quatro tipos de fluxos de fundos distintos, os compromissos de pagamentos de dívidas passadas, a balança comercial, os movimentos de capital de longo prazo e os de capital de curto prazo. De acordo com Minsky (1994, p. 28):

Podemos considerar esses tipos de pagamentos como rubricas do Balanço de Pagamentos e organizar seus itens segundo elas. Tais rubricas são determinadas em diferentes mercados: a primeira rubrica é herança do passado; a segunda é o resultado do comércio corrente de bens e serviços; a terceira é resultante do comportamento do mercado de capitais e a última é o resultado dos mercados monetários internacionais, [...].

Diante desta classificação, o conceito de fragilidade financeira externa e o de vulnerabilidade externa começam a ganhar forma e estrutura. Dentro destas rubricas encontram-se agregadas diversas contas<sup>16</sup> representativas das transações com o resto do mundo. É importante salientar que essas contas agregam as mais diversas transações, tais como financiamentos, empréstimos, aquisição de bens e serviços, investimentos e isso, por parte das famílias, empresas e do governo. Sendo assim, o conceito de fragilidade financeira externa é apresentado por Minsky (1986) como uma medida da capacidade (ou não) de uma economia enfrentar choques nas condições de financiamento, sem que haja uma desarticulação generalizada dos fluxos de pagamentos entre os agentes.

### *2.3.1 Os fluxos de fundos e o balanço de pagamentos: implicações para o conceito de fragilidade financeira externa*

De um modo geral, podemos visualizar no balanço de pagamentos contas representativas de “demanda por moeda estrangeira<sup>17</sup>” e “disponibilidade de moeda estrangeira<sup>18</sup>”, ambas de curto, médio e longo prazos. Neste sentido o conceito de fragilidade

---

<sup>16</sup> Atualmente as contas do balanço de pagamentos são estruturadas e divulgadas em conformidade com a metodologia contida na quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (BPM5).

<sup>17</sup> A demanda por moeda estrangeira pode ser apresentada como: os gastos com importações, as despesas com juros e outros serviços, a amortização de empréstimos e de uma forma em potencial, os estoques de capitais de curto prazo e de investimentos de *portfólio*.

<sup>18</sup> As disponibilidades de moeda estrangeira podem ser apresentadas como o nível de reservas internacionais, as entradas de dívidas decorrentes de investimentos diretos, as receitas de exportação, as receitas com juros e outros serviços, e os recursos advindos de empréstimos de médio e longo prazos.

financeira externa passa a ser associado à capacidade ou não, de pagamento das obrigações em moeda estrangeira, ou seja, o fluxo de entrada de fundos em moeda estrangeira terá que ser maior, ou no limite, igual, ao fluxo de saída de fundos em moeda estrangeira, o que neste caso não incorreria no refinanciamento dessas obrigações através de uma nova rodada de endividamento essencialmente de curto prazo e nem na queima de reservas internacionais (DE PAULA & ALVES JÚNIOR, 1999). Por outro lado, a situação contrária representaria uma eminente conjuntura de fragilidade financeira externa, situação na qual uma economia precisaria recorrer ao mercado financeiro internacional para fazer frente as suas obrigações externas. Ressalta-se, no entanto, que esses capitais orientados pelo déficit em transações correntes são geralmente capitais especulativos de curto prazo, o que viria a agravar ainda mais a situação financeira frágil de uma dada economia.

Esta situação de uma potencial fragilidade ou vulnerabilidade externa quando associada a um regime cambial relativamente fixo, pode levar a ataques especulativos contra a moeda local, traduzindo-se em uma desvalorização cambial. Para amenizar os efeitos deste provável ataque e evitar o início de uma crise financeira, cabe a autoridade monetária a elevação da taxa de juros. Essa política monetária restritiva retarda o crescimento econômico e não resolve totalmente o problema, pois se o ataque especulativo contra a moeda persistir, a última saída é dispor do estoque de reservas internacionais, e mesmo assim segundo Minsky (1994), a desvalorização cambial deve persistir.

Os efeitos desse ciclo vicioso são perversos<sup>19</sup> pois, com o câmbio desvalorizado, as obrigações externas aumentam em termos de moeda doméstica, o que provavelmente diminuirá a quantidade de recursos internos disponíveis à realização de novos investimentos, o que deprime ainda mais a economia. Minsky (1994, p. 31) ainda argumenta que:

[...] as dívidas internacionais são denominadas na moeda dos emprestadores ou em outra moeda forte. Isto implica que um déficit crônico na soma das rubricas 1 e 2<sup>20</sup> coloca sob pressão a taxa de câmbio do país endividado e os termos de troca tendem a se mover contra este.

Sendo assim, para uma economia aberta, uma nova dimensão de risco passa a afetar as estruturas financeiras dos agentes econômicos, a saber, o risco cambial, pois em uma economia com elevado grau de abertura comercial e financeira, a taxa de câmbio passa a depender fortemente do equilíbrio atual e futuro do balanço de pagamentos e dada as

---

<sup>19</sup> Expressão utilizada por Minsky (1994).

<sup>20</sup> Rubrica 1: compromissos de pagamentos de dívidas passadas. Rubrica 2: balança de comércio e serviços.

obrigações externas em moeda internacional forte a variação cambial pode significar perdas ou ganhos relativos de receita atual e futura.

Daí deriva a importância de se calcular o grau de fragilidade externa de um país: uma avaliação da dependência de refinanciamentos para que se possa sustentar o equilíbrio do Balanço de Pagamentos e uma determinada política cambial” (DE PAULA & ALVES JÚNIOR, 1999, p. 78-79). (grifos nosso)

Neste sentido, uma economia passa a apresentar uma estrutura financeira do tipo *hedge*, se o fluxo de saída de moeda estrangeira (pagamentos externos) for sustentado pela entrada corrente de moeda estrangeira, o que implica o não refinanciamento destas obrigações e nem a queima de reservas internacionais. Já uma economia passa a apresentar uma estrutura financeira do tipo especulativa, quando as obrigações externas passam a serem financiadas por novas rodadas de endividamento e pela queima de reservas. O aprofundamento desta situação devido aos recorrentes refinanciamentos geralmente de curto prazo, pode agravar ainda mais esta situação levando esta estrutura financeira de *hedge* a *Ponzi*.

### *2.3.2 As políticas cambiais e os impactos na fragilidade financeira externa*

#### **2.3.2.1 A taxa de câmbio e o mercado cambial**

Para Zini Jr. (1995), a taxa de câmbio reflete o preço de uma moeda em termos de outra moeda e, assim como os demais preços de outros recursos no mercado financeiro, o preço de uma moeda é determinado pelas forças de mercado.

No Brasil, somente o Banco Central pode efetuar transações com divisas estrangeiras legalmente ou autorizar que os agentes econômicos as façam, sob sua fiscalização, o que de certa forma caracteriza um monopólio cambial. Porém a determinação da taxa de câmbio é estabelecida pelas forças de mercado e pelas intervenções do Banco Central.

A determinação da taxa de câmbio está sujeita aos mesmos fatores que influenciam a demanda por qualquer outro ativo financeiro, a saber, o risco envolvido na aquisição do ativo, o seu grau de liquidez e o seu rendimento esperado (ZINI JR., 1995). Quanto aos depósitos em moeda estrangeira, o principal fator determinante da sua demanda é a taxa de retorno esperada. A taxa de retorno efetiva de qualquer depósito em moeda estrangeira está

condicionada a variação da taxa de juros e a expectativa de mudança na taxa de câmbio<sup>21</sup>. Uma vez que a variação da taxa de câmbio é muito grande ao longo do tempo, as expectativas quanto o seu valor futuro impactam de maneira decisiva na demanda por ativos em moeda estrangeira (KRUGMAN & OBSTEFELD, 2005).

As expectativas sobre o valor futuro da taxa de câmbio formam-se a partir da credibilidade que os agentes (inclusive investidores externos) têm na política econômica em vigor. A integração financeira dos mercados mundiais construiu um cenário econômico no qual acontecimentos internacionais influem diretamente nas expectativas quanto às taxas de câmbio futuras, como o ocorrido com a economia brasileira nos períodos de crises financeiras internacionais e seus efeitos-contágio sobre as economias emergentes. Durante estes episódios, como ficará mais explícito nas análises do capítulo 4, a taxa de câmbio em determinados períodos funcionou como a principal variável de ajuste aos desequilíbrios externos.

### 2.3.2.2 Regimes cambiais

Regime cambial é todo mecanismo de ajuste das taxas de câmbio e do fluxo de recebimentos e pagamentos realizados por um país. A escolha de um regime cambial deve considerar as circunstâncias específicas de cada país, como a sua capacidade de manter uma paridade ou a sua disposição em enfrentar eventuais crises especulativas. Entretanto, o principal fator a ser ponderado é o ambiente internacional no qual o país está inserido (ZINI JR., 1995).

- Regime de câmbio fixo: um regime cambial é tido como fixo, quando a taxa de conversão entre duas moedas é mantida constante em um valor pré-estabelecido. Assim, o governo compromete-se a intervir no mercado de câmbio sempre que for necessário, a fim de manter a taxa de câmbio inalterada (ZINI JR., 1995). Como exemplo de regimes de taxas cambiais fixas temos o padrão-ouro, que vigorou desde meados do século XIX até a Primeira Guerra Mundial. Durante esse período, as diferentes moedas podiam ser convertidas em ouro a uma determinada taxa que era fixada para cada país. Esse regime de taxas fixas tinha o seu funcionamento atrelado aos estoques de ouro dos países, que eram utilizados para permitir a preservação da

---

<sup>21</sup> Hipótese da paridade descoberta de juros (PDJ). Para maiores detalhes sobre a PDJ, ver Mishkin (2000).

taxa de câmbio oficial. Outra forma de se manter a taxa de câmbio fixa é através do uso de moedas de reserva. O Banco Central mantém suas reservas internacionais em uma moeda estrangeira específica, a moeda de reserva, e fixa a taxa de câmbio local em relação a essa moeda. Podemos citar ainda o padrão câmbio-ouro, no qual as reservas são estocadas na forma de ouro e de moedas cujas cotações em relação a esse metal sejam constantes. O sistema estabelecido em *Bretton Woods* (1973) se aproxima bastante do padrão câmbio-ouro. Nesse sistema, os países têm suas taxas de câmbio fixas em relação ao dólar e este tem sua taxa fixa em relação ao ouro. Entre os argumentos de defesa deste regime está o estímulo que este proporciona ao comércio internacional ao excluir a incerteza proveniente das oscilações cambiais;

- Regime de câmbio flutuante: nesse regime, a taxa de câmbio é determinada pelas forças de mercado, sem a intervenção das autoridades monetárias. Os argumentos de defesa deste regime cambial apontam duas vantagens centrais na adoção da flutuação cambial. A primeira vantagem é a autonomia da política monetária. Esta independência monetária decorre do fato de que os bancos centrais não interferem no mercado de câmbio e podem utilizar seus instrumentos de política monetária para estabilizar monetariamente a economia ou equilibrar a conta corrente. A segunda vantagem apontada pelos defensores do regime flutuante é a utilização das taxas de câmbio como estabilizadores automáticos. Quando as taxas de câmbio se movem sem qualquer impedimento, elas funcionam como catalisadores do processo de ajuste da economia frente aos deslocamentos da demanda agregada e aos choques externos (ZINI JR., 1995). Já os argumentos contra este tipo de regime cambial apontam como conseqüências indesejáveis da sua adoção, a ausência de estímulos à disciplina do banco central e a descoordenação das medidas macroeconômicas entre os países. A imprevisibilidade da taxa de câmbio prejudicaria a atividade comercial e financeira e a especulação no mercado de câmbio poderia levar a uma desestabilização da economia;
- Regimes cambiais intermediários: entre os extremos da taxa cambial fixa ou flutuante, existem regimes cambiais intermediários. Os mais destacados seriam a taxa de câmbio fixa com paridade ajustável, no qual o Banco Central pode alterar a taxa de câmbio, apesar dela ser considerada fixa. As bandas cambiais, ou *target zone*, onde a taxa de câmbio pode se mover entre dois limites em torno de um valor central previamente definido pela autoridade monetária. Este regime pressupõe a intervenção do Banco

Central sempre que a cotação ameaçar exceder as margens definidas nas bandas cambiais. Já na taxa de câmbio com flutuação administrada, ou flutuação suja, o Banco Central tem autonomia para intervir no mercado cambial a qualquer momento, a fim de manter a cotação no patamar apropriado. Todavia, não existe um compromisso em assegurar uma determinada taxa de câmbio pré-fixada.

### **2.3.2.3 Impactos da política cambial**

Dentro deste contexto, os regimes cambiais, assim como a política cambial, impactam de forma direta nas relações econômico-financeiras do país com o resto do mundo, principalmente as relações comerciais.

No entanto, uma política cambial que mantenha a taxa de câmbio extremamente apreciada favorece o setor importador através do barateamento das importações em termos de moeda nacional e, em contrapartida, encarece as exportações em termos de moeda internacional. Sendo assim, a apreciação cambial tende a reverter os superávits comerciais e os transformar em sistemáticos déficits. O que a médio prazo impacta negativamente a conta corrente. Os déficits em conta corrente somente poderão subsistir se o país possuir reservas internacionais suficientes ou tiver acesso a capitais compensatórios que financiem este déficit (PASSOS & NOGAMI, 1994).

Neste sentido, a apreciação cambial além de impactar negativamente a fragilidade financeira externa da economia, ou seja, as necessidades de que uma economia tenha de recorrer ao mercado financeiro internacional para renegociar posições financeiras em aberto, também traz consigo a vulnerabilidade externa. Uma das medidas mais adotadas para o financiamento do déficit em conta corrente é a atração de capitais compensatórios, geralmente de curto prazo e altamente voláteis, deixando a economia altamente vulnerável aos choques que possam ocorrer no mercado financeiro internacional. Estes capitais são atraídos com a elevação da taxa interna de juros, o que, no âmbito interno da economia, pode vir a reduzir o nível de investimentos e conseqüentemente o ritmo de crescimento da economia, além, é claro, da elevação imediata das despesas com juros, o que de qualquer forma impacta negativamente a fragilidade externa.

No âmbito das relações financeiras dos agentes econômicos com o resto do mundo, a política cambial pode impactar consideravelmente as estruturas financeiras dos residentes e

conseqüentemente a da nação. A principal via de impacto é através da realização de despesas e receitas por parte dos agentes econômicos, principalmente as empresas. Segundo De Paula & Alves Júnior (1999, p. 77): “dependendo da moeda em que se realizam as receitas e as despesas, o impacto direto de uma variação cambial sobre os lucros pode ser positivo, negativo ou neutro”. Se as atividades operacionais de uma empresa estão sendo financiadas por recursos externos, enquanto suas receitas estão sendo geradas em moeda nacional, fica evidente que mudanças no câmbio devem impactar de forma significativa suas estruturas financeiras. Desse modo, uma apreciação cambial, impacta positivamente a estrutura financeira desses agentes, pois reduz em moeda nacional os encargos do financiamento externo. O contrário também é verdadeiro.

Além disso, existem agentes econômicos cujas receitas são derivadas da exportação de bens e serviços, ou seja, sua receita é gerada em moeda estrangeira enquanto suas despesas em moeda nacional. Desse modo, uma apreciação cambial, reduz, em moeda nacional, as receitas, o que impacta negativamente a estrutura financeira desses agentes, implicando a nível macroeconômico, déficits na balança comercial e uma elevação na demanda corrente por recursos externos sem a contrapartida necessária nas disponibilidades correntes de recursos externos. Inevitavelmente, decorre desta relação a elevação do grau de fragilidade financeira, implicando necessariamente na queima de reservas internacionais ou na atração de capitais compensatórios.

### *2.3.3 A medida da fragilidade: o índice de fragilidade financeira externa*

Tendo como base a hipótese de instabilidade financeira desenvolvida por Minsky (1986), e adaptando o conceito de fragilidade financeira para uma economia aberta, buscou-se elaborar um índice simples para auferir os graus de fragilidade financeira externa para a economia brasileira, ou seja, o índice de fragilidade financeira externa (*IFE*).

Primeiramente, partiu-se da idéia minskyana de fluxos correntes de fundos<sup>22</sup> que sustentam as estruturas financeiras utilizada na análise de uma economia fechada, mas especificamente nas estruturas de capital dos agentes econômicos individuais, pois em conformidade com Minsky (1994, p. 28):

---

<sup>22</sup> No caso das estruturas financeiras de famílias o fluxo de fundos que as sustentam são os salários, para as empresas são essencialmente os lucros e para os governos são as receitas tributárias.

O mesmo requisito de que fluxos de fundos sustentem valores de ativos vale para o endividamento internacional, com uma única diferença: tais fluxos de sustentação podem ser derivados de rendas denominadas em uma moeda ao mesmo tempo em que os pagamentos sejam devidos em outra.

Em segundo lugar, considerou-se que, conforme Minsky (1994), a fragilidade financeira externa está correlacionada negativamente à capacidade de pagamento de um país com relação as suas obrigações externas, ou seja, a fragilidade financeira externa leva em consideração a não capacidade de pagamento dos compromissos de uma economia específica como um todo, isto é, a impossibilidade de obtenção de receitas que permitam o pagamento das suas obrigações com as contas externas, e isso levando em consideração que as obrigações estão sendo definidas em moeda estrangeira e os recursos disponíveis em moeda nacional.

Finalmente buscou-se fazer uma analogia entre essa situação e a de liquidez geral<sup>23</sup> de estruturas financeiras de firmas individuais, porém é claro, respeitando suas diferenças e peculiaridades, tanto metodológicas quanto conceituais. Sendo assim, passamos a definir, que o grau de fragilidade financeira externa estaria associado ao equilíbrio ou não, entre as disponibilidades correntes de recursos em moeda estrangeira e a demanda corrente por recursos em moeda estrangeira, demanda está para fazer frente às obrigações externas. Sendo assim, segue abaixo a metodologia de cálculo do *IFE*:

$$IFE = \sum DECME / \sum DICME, \text{ sendo que:}$$

*DECME* = Demanda corrente por recursos em moeda estrangeira;

*DICME* = Disponibilidades correntes de recursos em moeda estrangeira.

A tabela 1 apresenta as contas do balanço de pagamentos que integram o cálculo do *IFE*. Baseado nesta metodologia de cálculo, o *IFE* apresenta para cada período analisado o equilíbrio, ou não, no fluxo corrente de entradas e saídas de recursos em moeda estrangeira, não sendo um instrumento de previsibilidade, mas sim uma ferramenta para análise conjuntural.

---

<sup>23</sup> Mostra a capacidade de pagamento da empresa a longo prazo, considerando tudo o que a empresa converterá em dinheiro, e relacionando tudo com o que a empresa já assumiu como dívida. Este índice é obtido através da seguinte equação contábil: *(Ativo Circulante + Realizável a Longo Prazo) / (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo)* (MARION, 1998).

Se o *IFE* for menor ou no limite igual a 1 ( $IFE < 1$ ), podemos afirmar que as *DICME* são iguais ou superiores as *DEMCE*, o que neste caso não implicaria em queima de reservas internacionais e nem no refinanciamento de posições passadas, caracterizando assim, uma estrutura financeira do tipo *hedge*. Já no caso do *IFE* ser maior que 1 ( $IFE > 1$ ), podemos afirmar que as *DICME* são inferiores as *DEMCE*, o que certamente implicará na queima de reservas internacionais, e na atração de capitais externos para o refinanciamento das posições em aberto, caracterizando assim estruturas financeiras do tipo especulativa e *Ponzi*, dependendo do grau de fragilidade.

### **2.3.3.1 Limitações da aplicação do índice de fragilidade financeira externa**

O índice de fragilidade financeira externa (*IFE*), assim como foi definido metodologicamente, não se apresenta como um instrumento de previsibilidade, apenas nos permite avaliar as relações econômico-financeiras de um país com o resto do mundo, de uma forma conjuntural e pontual em determinado período, pois ao comparar as disponibilidades correntes de recursos em moeda estrangeira com a demanda corrente por recursos em moeda estrangeira, apenas leva em consideração a magnitude dos fluxos que sustentam estas relações, não registrando e não ponderando qualitativamente a origem e orientação desses fluxos.

Neste sentido, a aplicação do *IFE* não deve ser utilizada como ferramenta única de análise econômica, mas sim, deve ser complementada com uma análise conjuntural que qualifique o movimento dos fluxos de recursos externos levando em consideração os tipos de operações que lhe deram origem, assim como as necessidades internas que os orientaram.

Sendo assim, neste trabalho, a aplicação do *IFE* servirá como indicativo conjuntural de desequilíbrio no balanço de pagamentos, o que eminentemente caracteriza a fragilidade financeira externa, e será utilizada conjuntamente a uma análise minuciosa da conjuntura econômica que de respaldo a orientação e composição dos fluxos de recursos externos.

Quadro 1: Contas do balanço de pagamentos que integram o cálculo do *IFE*.

<b>Disponibilidades correntes de moeda estrangeira (<i>DICME</i>)*</b>	<b>Demanda corrente por moeda Estrangeira (<i>DECME</i>)*</b>
Exportação de bens	Importação de bens
Receita com serviços	Despesa com serviços
Receita com rendas	Despesa com rendas
Receita com transferências unilaterais correntes	Despesa com transferências unilaterais correntes
Receita com transferências unilaterais de capital	Despesa com transferências unilaterais de capital
Crédito com investimento estrangeiro em carteira	Débito com investimento estrangeiro em carteira
Crédito com investimento estrangeiro direto	Débito com investimento estrangeiro direto
Derivativos – ativos líquidos	Derivativos – passivos líquidos
Crédito comercial – Fornecedores LP (ingresso)	Crédito comercial – Fornecedores LP (amortização)
FMI – (ingresso)	FMI – (amortização)
Outras operações de regularização – ingresso	Outras operações de regularização – amortização
Outros empréstimos LP – ingresso	Outros empréstimos LP - amortização
Empréstimos e financiamentos – demais setores LP (ingresso)	Empréstimos e financiamentos – demais setores LP (amortização)
-----	Outros passivos LP e CP

Fonte: O autor.

\*Os itens integrantes desta tabela constituem-se em contas do Balanço de pagamentos.

### 3 A INSERÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO MUNDO DA PRODUÇÃO E DAS FINANÇAS GLOBALIZADAS

O processo de globalização que se acentuou nas últimas décadas tem por característica a desregulamentação, a desintermediação<sup>24</sup> e a abertura dos mercados financeiros e produtivos. Os países em desenvolvimento, principalmente os latino-americanos, atravessaram, durante a década de 1980, períodos de forte instabilidade econômica, altos índices de inflação e deterioração do parque industrial, apresentando taxas ínfimas de crescimento econômico. Este quadro econômico adverso, aliado às fortes barreiras a mobilidade de capitais autônomos, refletiram-se num desequilíbrio estrutural nas contas externas. É nesse contexto que esses países acabaram por aceitar uma agenda de reformas que ficou conhecida como “Consenso de Washington”. Segundo Castro (2005, p. 145):

Por ocasião de um encontro do *Institute for International Economics em Washington, D.C.*, o economista *John Williamson* listou uma série de reformas que os países em desenvolvimento deveriam adotar na área econômica para que entrassem em uma trajetória de crescimento auto-sustentado. Essa lista foi intitulada de “Consenso de *Washington*”, pois o mesmo acreditava ser um conjunto de medidas com que a maioria dos economistas ali presentes estava de acordo.

Entre as principais medidas listadas no “Consenso de *Washington*” estavam uma disciplina fiscal austera, a promoção da abertura comercial e financeira, além da forte redução da presença do estado na economia.

No que diz respeito ao aprofundamento na liberalização das finanças de mercado, na integração dos mercados financeiros e na orientação dos fluxos de investimentos, Castells (1999) afirma que esse processo passa necessariamente pela interação entre mercados e governos na tentativa da reestruturação capitalista após as adversidades enfrentadas pela economia internacional no pós 1970, principalmente com o primeiro choque do petróleo e a conseqüente redução da liquidez internacional. Nessa nova reestruturação, as tecnologias da informação e comunicação foram imprescindíveis, principalmente no tocante a integração e

---

<sup>24</sup> Desregulamentação financeira pode ser entendida como uma tendência que surgiu durante o final dos anos 1970 nos países industrializados, recomendando a redução da participação do Estado – direta ou indireta – na economia e nos mercados financeiros, baseado na tese de que o mercado aloca os recursos mais eficazmente. Desintermediação financeira é o processo de deslocamento da realização de transações de intermediação do setor financeiro para o setor não financeiro da economia. As raízes deste fenômeno estão fincadas na atuação direta de grandes empresas do mercado de capitais, na criação de um mercado de título e valores que não dependem diretamente da atuação de instituições financeiras e na criação de mecanismos inovadores de transações financeiras que dispensem a atividade clássica de intermediação de instituições financeiras (SANDRONI, 2005).

desregulamentação financeira. Também as novas estratégias empresariais na procura do aumento da lucratividade através do aumento da produtividade, culminaram na busca de novos mercados abrindo espaço para a internacionalização da produção.

O atual estágio avançado do processo de globalização atingido atualmente, acabou por permitir o rápido aumento da integração dos mercados financeiros, facilmente entendido nos influxos e afluxos freqüentes de capitais, principalmente os de *portfólio*. Dada a maior liberalização financeira, os ativos passaram a ter *status* de maior liquidez e se tornaram objetos constantes de acumulação e de especulação, o que permitiu a consolidação das finanças de mercado.

Perante esta maior liberalização dos mercados financeiros, os influxos de capitais, tanto de investimentos externos diretos (*IDE*) quanto de investimentos externos de *portfólio* (*IEP*) se deslocaram para os países em que a atratividade do capital era maior, ou seja, onde a taxa esperada de retorno era mais atraente. Todo esse processo só tornou-se possível em um ambiente de finanças liberalizadas para onde puderam fluir as poupanças excedentes de agentes econômicos superavitários de todo o mundo. De acordo com Carneiro (1999, p. 7): “a questão essencial é que o aprofundamento das finanças de mercado (liberalizadas) modificou o comportamento dos vários tipos de agentes, cuja lógica de investimento se transformou e adquiriu um caráter especulativo”.

Esse caráter especulativo está intimamente ligado ao fato de a remuneração por juros não ser a única atratividade para os capitais. A possibilidade de ganhos patrimoniais nas negociações de ativos financeiros no curto prazo torna-se tão ou mais importante nesse contexto. Em outras palavras, os fluxos de capitais já não se orientam de acordo com as necessidades nem dos países receptores ou dos países emissores, mas sim com as expectativas de ganhos de capital, que em decorrência da maior volatilidade das taxas de juros e câmbio em meio à liberalização, tornam-se possíveis.

As mudanças tecnológicas, principalmente na área da informática (revolução da tecnologia da informação), vieram reforçar ainda mais este caráter especulativo através da automatização dos mercados e do aprimoramento no gerenciamento do risco, o que possibilitou o advento de novos produtos no mercado financeiro mundial. No âmbito dos investimentos externos diretos a onda de privatizações foi o carro chefe do fluxo desses investimentos para os países subdesenvolvidos. Quanto aos investimentos de *portfólio*, o que aparenta ser um forte determinante dos fluxos desses investimentos as economias emergentes, foi à nova orientação dos investidores institucionais, em que, segundo Carneiro (1999, p. 16):

“[...] o encerramento do ciclo básico de diversidade no âmbito dos países centrais, [...] aliados à volatilidade do câmbio e juros nesses países seria o principal fator de reorientação dos fluxos de investimento”.

Nesse contexto de maior volatilidade da taxa de câmbio e da taxa de juros, as possibilidades de retornos satisfatórios e extraordinários para as aplicações financeiras em títulos públicos, privados e até em ações, parecem ter atraído capitais estrangeiros na busca de valorização no mercado financeiro doméstico brasileiro, onde, já em 1994, 40,56% dos ingressos de recursos estrangeiros em moeda correspondiam aos de capitais de *portfólio*. Porém, esta nova ordem instaurada no mercado financeiro mundial parece apresentar impactos positivos e negativos nas economias emergentes, principalmente no tocante a condução das políticas fiscais, monetárias e nos fundamentos macroeconômicos que paradoxalmente figuram como determinantes deste influxo de capitais.

### 3.1 O início do processo de abertura econômica

Durante o pós-guerra (1950-1980), o desenvolvimento da economia brasileira estava assentado praticamente na participação direta do Estado no processo de industrialização, principalmente no suprimento de infra-estrutura, como por exemplo, nos setores de energia, siderurgia, metalurgia e petroquímica. A indústria nacional era fortemente protegida através de barreiras tarifárias e não-tarifárias e o Estado figurava como o maior fomentador de recursos para novos investimentos, e na maioria das vezes, subsidiados. Era o chamado modelo de substituição de importações<sup>25</sup>.

Durante este período, o país cresceu em média 7,4% a.a., exceto na década de 1980, onde o esgotamento deste modelo de desenvolvimento já refletia elevados índices de inflação, uma indexação generalizada das remunerações dos fatores de produção e um parque fabril

---

<sup>25</sup> É um processo que leva ao aumento da produção interna de um país e a diminuição das suas importações. Ao longo da história econômica mundial, os processos de substituição de importações foram desencadeados por fatores políticos ou econômicos, e foram resultado de ações planejadas ou imposição das circunstâncias. O processo de substituição de importações, quando fruto de política econômica, é geralmente obtido por controle de taxas de importação e manipulação da taxa de câmbio. Entre as décadas de 50 e 60 a Comissão Econômica Para a América Latina (CEPAL) defendia que o desenvolvimento das economias do terceiro mundo passava pela adoção da política de substituição de importações. Esta política permitiria a acumulação de capitais internos que poderiam gerar um processo de desenvolvimento auto-sustentável e duradouro. No Brasil, após a segunda guerra mundial, a política de substituição de importações foi implementada com o objetivo de desenvolver o setor manufatureiro e resolver os problemas de dependência de capitais externos. Muitos analistas acreditam que a recente fase de prosperidade das economias asiáticas é resultado da adoção de políticas que estimularam a substituição de importações e que permitiram o desenvolvimento de uma indústria voltada para a exportação.

que, embora no passado recente fosse considerado moderno e eficiente, sinalizava, no início da década de 1990, uma baixa produtividade e um padrão produtivo totalmente defasado em relação ao dos países centrais. Segundo Castro (2005, p. 144): “[...], o modelo de industrialização adotado deixou algumas seqüelas para a economia brasileira, entre elas: uma estrutura de incentivos distorcida em certos setores, um certo viés antiexportador, e o endividamento do Estado, sobretudo no período do II PND”.

Em meados de 1980 e início dos anos 1990, os países em desenvolvimento, principalmente os latino-americanos, assim como o Brasil, estavam recém saindo de regimes totalitários impostos por gestões militares. O forte endividamento externo apresentado por esses governos na tentativa de criar as bases para o desenvolvimento industrial desses países, repercutiu negativamente no balanço de pagamentos, como o ocorrido no Brasil durante a crise da dívida externa nos anos 80. Além disso, a baixa taxa de poupança apresentada por esses países inviabilizaram investimentos, e os deixaram à margem da revolução tecnológica, que vinha ocorrendo no mundo. Isso ocorreu, em parte, devido à crise de liquidez, em que lhes faltaram as divisas necessárias para importar máquinas e equipamentos que serviriam para renovar e atualizar os seus parques produtivos (CARNEIRO, 1999).

No início dos anos dos anos 90, a possibilidade de uma abertura comercial e financeira diante de um mundo central já globalizado, figurava como alternativa para os problemas tanto da falta de liquidez internacional quanto da defasagem tecnológica.

Neste sentido, a partir desta década (1990), países em desenvolvimento como o Brasil, passaram gradativamente a liberalizar tanto o comércio quanto as finanças. De acordo com Pudwell (2003, p. 5):

Nas economias em desenvolvimento, a liberalização financeira teve início na década de 1990. Estas economias viram, na abertura financeira aos capitais internacionais, a possibilidade de ampliarem sua capacidade de compra de bens e serviços estrangeiros a partir do ingresso de capitais, modernizando, assim, suas economias, bem como atraindo investimentos de empresas multinacionais.

No âmbito da abertura comercial, acreditava-se promover uma reestruturação produtiva que permitisse um aumento da produtividade da indústria nacional a médio e longo prazo, através de um choque de competitividade, além da redução dos preços em face da concorrência externa. Já no âmbito da abertura financeira procurava-se financiar o déficit crônico em conta corrente além de aumentar a poupança externa. Através das privatizações e da entrada de *IDE's*, acreditava-se que fosse possível reduzir os gargalos estruturais, além de

possibilitar a transferência de tecnologia. Ao Estado, neste modelo, caberia apenas o papel de garantir este processo, principalmente através da melhora dos fundamentos macroeconômicos.

No que diz respeito à abertura financeira, o processo de privatização foi o principal fator de atração do fluxos de *IDE's* para o país. Quanto aos investimentos de *portfólio*, o que aparenta ser um forte determinante dos fluxos desses investimentos a economia brasileira, assim como para as demais economias emergentes, foi à nova orientação dos investidores institucionais<sup>26</sup>. Ressalta-se também, a reorientação da política econômica no Brasil, na direção de uma liberalização financeira e comercial aliada a altos patamares de juros que também desempenharam papel importante para a entrada desse fluxo de capital externo

Assim, influxos de investimento direto externo e investimento externo de *portfólio* foram logo orientados pelos processos de privatizações e pelo diferencial das taxas de juros. Segundo Carneiro (1999, p. 26):

A América Latina se encontrava em uma situação mais vulnerável. Isto fica evidente se for olhada a composição dos fluxos de portfólio. Nos títulos, a abertura dos mercados de curto prazo – títulos públicos e privados – e o diferencial de taxas de juros foram os fatores de atração de capitais. Boa parte desse diferencial de rentabilidade foi obtido através da apreciação da taxa de câmbio, conjuntamente com a taxa de juros doméstica nominalmente elevada.

Sendo assim, fica evidente a predominância do influxo de capitais voláteis (curto prazo) que se orientavam de acordo com os diferenciais de taxas de juros<sup>27</sup>, apresentando intrinsecamente um caráter de vulnerabilidade externa a este novo projeto de desenvolvimento. A entrada de capital externo amenizou por um lado, a falta de liquidez internacional, mas em excesso apreciou a taxa de câmbio diante da grande quantidade de moeda internacional, deixando o país vulnerável a qualquer sinal de instabilidade econômica e de redução de rentabilidade. Saídas bruscas de capital poderiam levar o país a enfrentar uma situação de liquidez internacional ainda mais agravada do que antes do ingresso desses mesmos capitais, como poderemos observar no capítulo 4, na análise dos períodos das crises financeiras internacionais.

---

<sup>26</sup> Gerenciamento profissional das pequenas poupanças individuais através de um número restrito de instituições, que recentemente buscaram diversificar seus *portfólios* nos mercados internacionais.

<sup>27</sup>  $i = i^* + \Delta e^e + RP$ , onde  $i$  = taxa de juros doméstica,  $i^*$  = taxa de juros externa,  $\Delta e^e$  = variação cambial esperado e  $RP$  = risco país (KRUGMAN & OBSTFELD, 2005).

### 3.2 O Plano Real e a continuidade do processo de abertura econômica

No final de 1992, com o fracasso dos planos econômicos adotados para o combate da inflação e em decorrência de sucessivos escândalos de corrupção, Fernando Collor de Mello foi destituído do poder. Assume então, a presidência da república, Itamar Franco, que além de continuar o processo das reformas liberalizantes, lança, juntamente com o então ministro da fazenda e posterior presidente da república, Fernando Henrique Cardoso, as bases para o plano econômico que poria fim à indexação da economia brasileira e promoveria a estabilidade econômica.

O Plano Real, mesmo que oficialmente lançado em 1994, teve seu início ainda durante o governo de Itamar Franco. O plano que originalmente foi concebido em três fases sequenciais teve suas duas primeiras fases lançadas ainda em 1993. A primeira fase tinha como objetivo promover um ajuste fiscal com vistas a reduzir o desequilíbrio das contas do governo. A segunda visava à desindexação da economia através de uma nova unidade de conta, a Unidade Real de Valor (URV), que virtualmente passaria a consolidar os novos contratos e gradualmente eliminaria a memória inflacionária até que fosse lançada a terceira fase do plano, a emissão da nova moeda, o Real, que nasceria sem os resquícios do longo período de indexação. Juntamente com a emissão da nova moeda, foi adotado um regime de câmbio relativamente fixo, com taxas de câmbio externamente apreciadas, oscilando na paridade Real/Dólar. Esta nova política cambial, além de dar continuidade ao processo de abertura comercial, serviu como uma âncora cambial para os preços, essencial para o sucesso do plano.

Castro (2005, p. 162) aponta alguns aspectos conjunturais, que contribuíram para o sucesso do Plano Real em seu principal objetivo, o combate à inflação:

Em primeiro lugar, as condições externas para a estabilização eram muito melhores em 1994 do que nos anos 80. havia abundância de liquidez internacional e um elevado patamar de reservas internacionais que, somados ao fato de a economia brasileira se encontrar mais aberta nos anos 90, foram fundamentais para assegurar a eficácia da âncora cambial, introduzida após o lançamento do Real. Em segundo lugar, a estratégia da URV provou ser muito superior a desindexação via congelamento de preços. [...] em terceiro lugar, o governo contava com o apoio político do Congresso.

Várias reformas, embora algumas já iniciadas durante o governo Collor, também foram marcas da política econômica do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC) que se

estendeu de 1994 á 2002, e que deram continuidade ao processo de abertura da economia brasileira e a mudança de modelo de crescimento econômico, que outrora estava pautado na substituição de importações e agora nas privatizações e na abertura econômica. Entre algumas medidas, pode-se citar: as privatizações; o fim dos monopólios estatais nos setores de petróleo e telecomunicações; mudança no tratamento do capital estrangeiro e uma política de comércio exterior mais ativa (GIAMBIAGI, 2005).

No primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso (1994 – 1998) a estabilidade monetária marcou uma revolução no comportamento dos agentes econômicos. A inflação controlada possibilitou a comparação de preços e o fim das distorções de mercado, o que possibilitou e potencializou a competição entre as firmas ainda mais acirrada pela concorrência externa. Porém como veremos no capítulo 4, a existência de fortes desequilíbrios externos<sup>28</sup> ainda mais agravados pelo cenário econômico internacional adverso e pelo modelo de regime cambial fixo, levou a taxa de juros a elevadíssimos patamares funcionando como a principal variável de ajuste aos choques externos. As taxas de juros mantidas em patamares elevados trouxeram à economia brasileira sérios problemas estruturais, como a inibição de novos investimentos, o baixo crescimento econômico e o aumento do déficit público.

Já no início do segundo governo do Presidente FHC (1999 – 2002), em decorrência de sucessivas crises financeiras internacionais e principalmente com o acirramento da crise na Rússia, a dificuldade de manter um regime cambial relativamente fixo em meio a um forte afluxo de capitais e perdas consideráveis de reservas internacionais, levou o mercado a criar expectativas acerca de uma possível desvalorização cambial que se confirmou em janeiro de 1999.

Neste sentido, no segundo governo FHC a política econômica passou a ter um outro comportamento: a partir da adoção de um regime de câmbio flutuante, se há uma crise no balanço de pagamentos, a taxa de câmbio se ajusta de forma mais eficiente; se for a inflação que preocupa, o Bacen atua através do instrumento de taxa de juros; e se a dívida pública cresce, há que se “calibrar” o superávit primário (GIAMBIAGI, 2005). E é este o modelo econômico que predomina atualmente, mesmo com a mudança de governo do Presidente FHC para o Presidente Lula.

---

<sup>28</sup> Déficit crônico na balança comercial e conseqüentemente em transações correntes.

### 3.3 Os impactos da abertura comercial e financeira

Sem dúvida alguma, o principal impacto da mudança do modelo de crescimento econômico assistida a partir da década de 1990 na economia brasileira, foi a abertura econômica. A liberalização financeira, comercial e a desnacionalização das principais estatais se constituíram em um paradigma de crescimento alternativo ao desenvolvimentismo, onde os fundamentos da industrialização por substituição de importações e a ampla intervenção do Estado vem sendo substituídas por políticas liberais e globalizantes. De acordo com Carneiro (2002, p. 310):

O novo modelo de crescimento colocar-se-ia como uma alternativa radical ao desenvolvimentismo ao definir a concorrência como motor primordial do processo. Ou seja, em substituição às políticas de demanda ou de garantia de mercado decorrentes do primeiro paradigma propõe-se uma política de oferta, sintetizada na ampliação da concorrência. Esse seria o mecanismo central de estímulo à incorporação de novas tecnologias, sustentando o ciclo virtuoso de aumento de produtividade e salários reais.

O processo de abertura comercial seguiu durante a década de 1990 com uma velocidade sem precedente. As barreiras tarifárias e não-tarifárias que figuravam como a principal modalidade de proteção logo foram abolidas. Com o início do Plano Real em 1994, e a sua política cambial (câmbio apreciado), que se estendeu durante aproximadamente cinco anos, também serviu como instrumento potencializador da abertura comercial, com efeito, direto no barateamento das importações.

O longo período de câmbio fixo e apreciado, associado ao processo de abertura comercial terminaram por configurar uma baixa qualidade da inserção externa da economia brasileira. “O sentido geral da mudança produzida [...] foi o de uma especialização da estrutura produtiva presente na elevação do coeficiente importado” CARNEIRO (2002, p. 315). O processo histórico de crescimento da economia brasileira, que até o início da década de 1980 se valia da redução da dependência de importados e de uma maior diversificação do setor produtivo doméstico, viu neste novo modelo sua ruína. Com o aumento do coeficiente importado, este novo modelo passou a condicionar o crescimento da economia à dependência das importações e conseqüentemente, à qualidade da sua inserção externa.

No que diz respeito ao esperado choque de competitividade e de produtividade que levaria o setor produtivo nacional à reestruturação produtiva a partir da abertura comercial,

pode-se constatar, que a especialização, se houve, concentrou-se nos setores em que as vantagens comparativas eram favoráveis como a agricultura e toda a cadeia do *agribusiness*, e provocando em outros setores como o calçadista e têxtil, por exemplo, uma redução drástica do número de empresas em face da concorrência externa, principalmente de produtos asiáticos. Para os demais setores em geral, o principal destino da produção continuou sendo o mercado interno, não havendo uma correlação positiva entre a ampliação da abertura e o aumento da especialização produtiva (CARNEIRO, 2002).

Neste sentido, a especialização produtiva ocorrida nos anos procedentes à abertura, se concentrou nas cadeias produtivas dos setores menos intensivos em capital e tecnologia como a agricultura, que trazem consigo um eminente caráter de fragilidade externa, pois se pautam excessivamente em produtos com baixo valor agregado cujos preços e demanda são definidos no volátil mercado internacional, além de situar o país a margem do desenvolvimento das novas tecnologias.

No âmbito da liberalização financeira e da desregulamentação dos mercados, um influxo de capitais especulativos de curto prazo adentraram o país a partir da década de 1990. Esses influxos de capitais eram prioritariamente orientados por possibilidades de ganhos patrimoniais, diferencial de taxa de juros e estabilidade econômica do país receptor. Segundo Pudwell (2003, p.7):

[...], quanto melhor os fundamentos macroeconômicos do país, maior será a atração de capitais, tendo em vista que uma queda no risco-país, com o país mantendo um diferencial de juros para conter pressões inflacionárias ou sobre a demanda agregada interna, faz com que a desigualdade na paridade de juros aumente em favor deste país. Além disso, quando os fundamentos estão relativamente bem, tende a haver uma valorização acionária ou de outros ativos, atraindo ainda mais o ingresso de capitais.

Nessas circunstâncias, fica evidente que a estabilidade econômica de um país pode atrair um influxo de capitais de curto prazo. Por outro lado, a entrada desses capitais poderá futuramente vir a desestabilizar os fundamentos macroeconômicos e possivelmente conduzir o país a uma crise cambial diante do excesso de moeda estrangeira.

Quanto aos efeitos dos influxos e afluxos de capitais de *portfólio*, a possibilidade de crise cambial figura apenas como um deles. Nesse caso, o influxo excessivo desse capital externo tende a valorizar excessivamente a taxa de câmbio, o que estimula as importações e desestimula as exportações e, conseqüentemente, reduz o saldo da balança comercial, podendo até se traduzir em déficits em transações correntes.

Outro efeito indesejável dos influxos excessivos de capitais é o aumento da oferta monetária através do coeficiente de reservas, o que deixa a autoridade monetária aparentemente sem o controle total sobre a política monetária, além do provável impacto inflacionário decorrente desse processo. De acordo com Pudwell (2003, p. 8): “a venda de títulos públicos para reduzir a expansão da oferta monetária criada pelo influxo de capital, não permitem que as taxas de juros caiam, o que desestimula a demanda agregada e reduz a pressão inflacionária”. No entanto, este processo de enxugamento do excesso de liquidez, através de operações de esterilização monetária, trazem consigo custos implícitos e desorientam a condução da política monetária.

Além dos efeitos indesejáveis do influxo excessivo de capitais, o afluxo repentino desses mesmos capitais também repercutem na taxa de câmbio e na liquidez internacional do país. A grande volatilidade desses capitais, associados a forte integração dos mercados financeiros decorrente da globalização financeira, fazem com que os efeitos de uma crise pontual se transforme em uma crise internacional através do efeito contágio.

Diante desses quadros de crises, as saídas abruptas de capitais podem desvalorizar excessivamente a taxa de câmbio, reduzindo a capacidade de importar através do baixo nível de reservas internacionais, podendo até repercutir em uma crise de liquidez e no balanço de pagamentos (estrangulamento externo). Além disso, a forte dependência das economias emergentes em relação ao influxo desses capitais, principalmente para o financiamento do déficit em transações correntes, deixa a economia vulnerável aos choques adversos ocorridos nos mercados financeiros internacionais.

Deve-se ressaltar, no entanto, que na literatura e no debate econômico, existem os aspectos positivos da liberalização e da desregulamentação dos mercados financeiros. Segundo Henderson (1998, p. 1): “países em desenvolvimento apresentam muita mão-de-obra e pouco capital, além de uma baixa taxa de poupança”. Nessas circunstâncias, a abertura financeira proporcionaria a expansão da poupança interna através do influxo de capitais, os quais poderão ser redirecionados ao financiamento de novos investimentos, e ainda suprirem as necessidades de financiamento do setor público. Também é apontado nesse sentido que a não liberalização desses mercados implicaria no isolamento das economias emergentes, deixando-as à margem de fluxos de capitais, que em parte são responsáveis pelo financiamento dos investimentos.

#### 4 A APLICAÇÃO DO ÍNDICE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA PARA A ECONOMIA BRASILEIRA NO PÓS-REAL

O objetivo deste capítulo consiste em avaliar se a inserção externa da economia brasileira a partir da abertura econômica iniciada no início da década de 1990 e consolidada com a implementação do Plano Real, fragilizou financeiramente a economia brasileira.

Com base na metodologia de cálculo do índice de fragilidade financeira externa (*IFE*), e a partir de dados obtidos no balanço de pagamentos, construiu-se uma série histórica do *IFE* para a economia brasileira desde o primeiro trimestre de 1994 ao quarto trimestre de 2005, que, juntamente a análise conjuntural do período, serviu de base para a avaliação da fragilidade financeira externa da economia brasileira, intrínseca a inserção financeira a partir da abertura econômica consolidada em 1994 com o Plano Real.

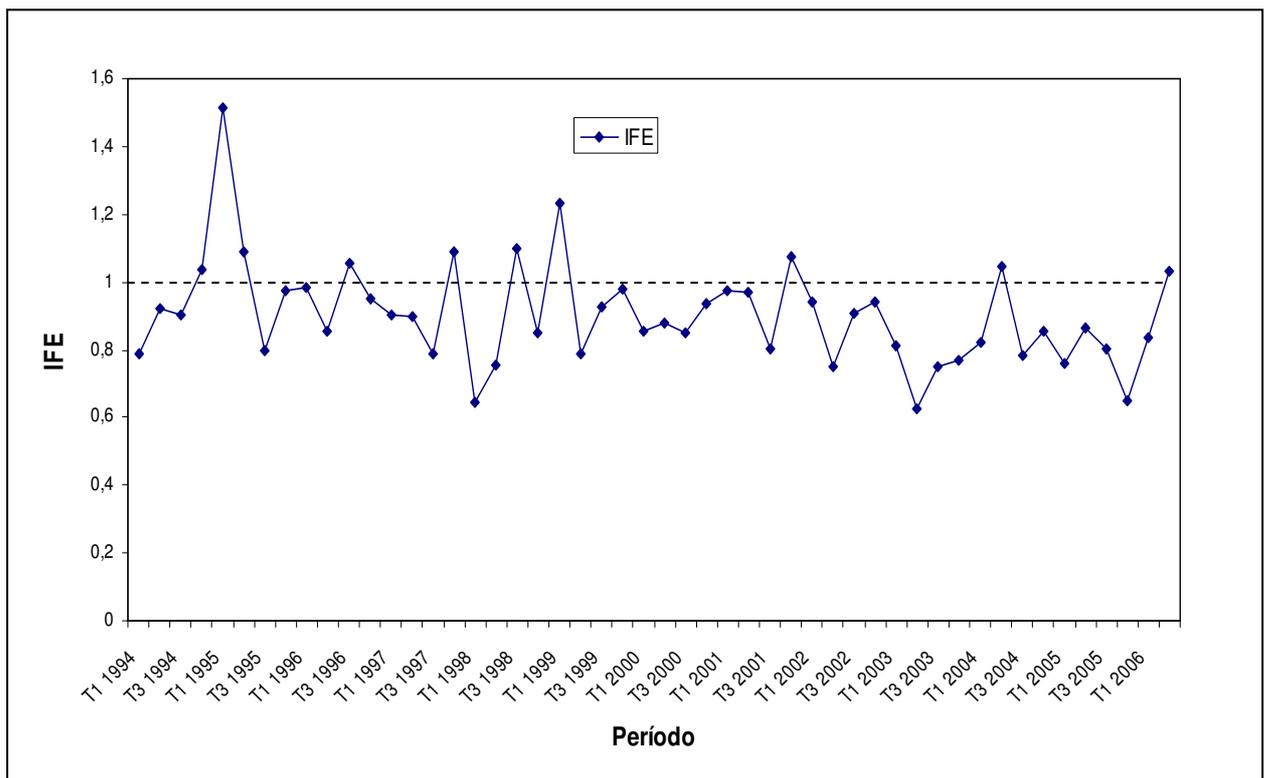


Gráfico 2: Evolução do índice de fragilidade financeira externa.

Fonte: Elaborado pelo autor com base no anexo A.

O gráfico 2 apresenta a evolução do índice de fragilidade financeira externa em todo o período pós-Real. E como pode ser visivelmente constatado, seus maiores picos além das

maiores amplitudes de oscilação, concentram-se no período compreendido entre o primeiro trimestre de 1995 ao início de 2002.

O cenário econômico internacional neste período mostrou-se altamente adverso e foi palco de sucessivas crises financeiras internacionais, todas com reflexos negativos na economia brasileira, o que só vem a evidenciar que as políticas econômicas no pós-Real principalmente a de câmbio fixo implicaram em uma fragilidade externa.

Com a implementação do Plano Real em julho de 1994, vários reflexos foram sentidos nos indicadores macroeconômicos da economia brasileira. Um dos principais reflexos foi a reversão da balança comercial, provocada especificamente pela utilização da âncora cambial como instrumento da política estabilizadora de preços, uma vez que a valorização cambial decorrente dessa estratégia resultou na redução das exportações e no aumento das importações, tendo como principal conseqüência, a eliminação dos recorrentes superávits comerciais, os quais transformaram-se em sistemáticos déficits.

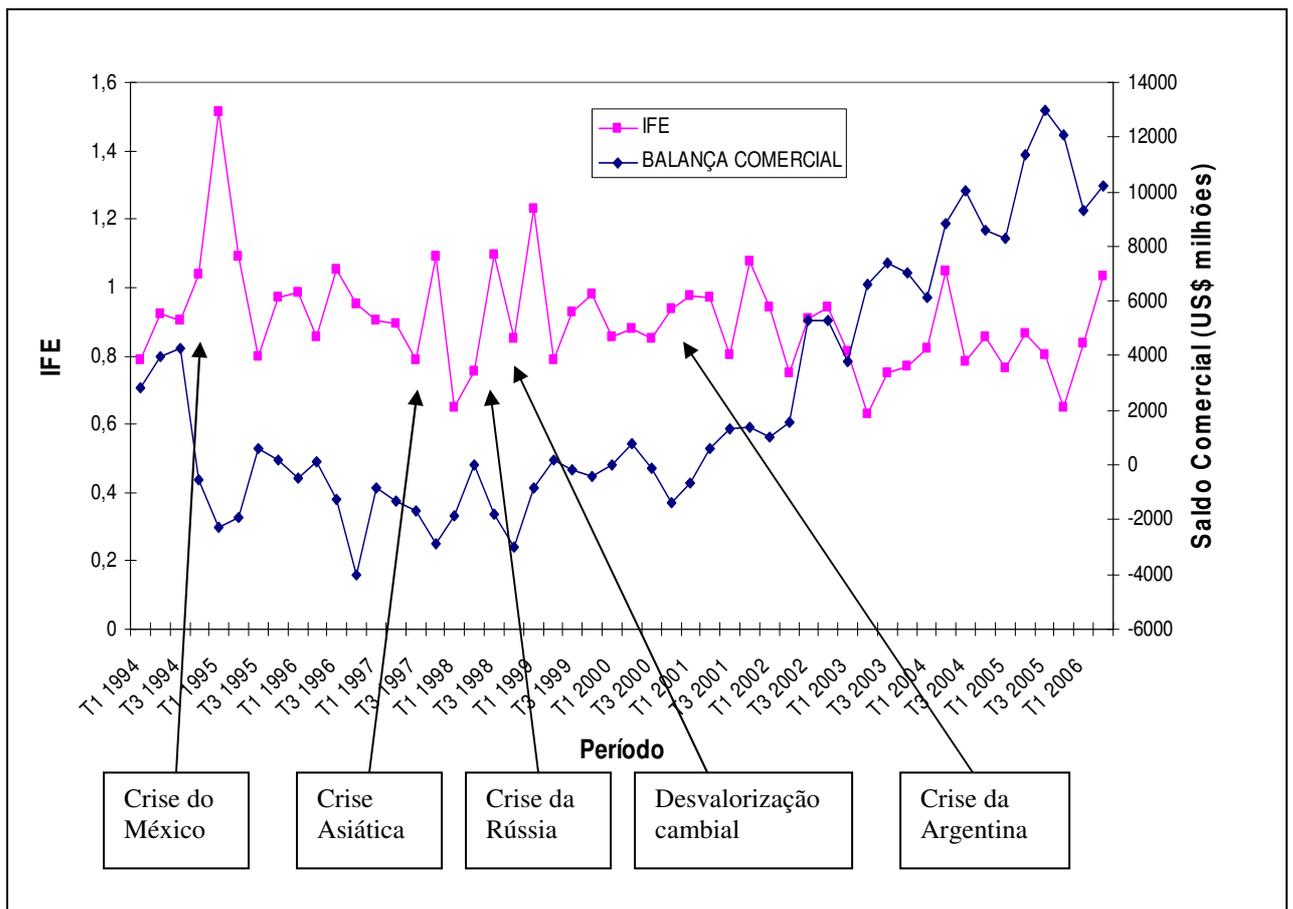


Gráfico 3: Fragilidade financeira externa e saldo comercial.

Fonte: Elaborado pelo autor com base no anexo A.

O gráfico 3 relaciona o saldo comercial brasileiro ao *IFE* e mostra claramente a correlação negativa existente entre estes indicadores, evidenciando o problema estrutural provocado pelo novo modelo de crescimento que combinou abertura comercial e manutenção da taxa de câmbio fixa (na proximidade da paridade 1R\$ / 1US\$), e reduziu a competitividade dos produtos da pauta exportadora brasileira no mercado internacional com a conseqüente queda nas exportações associada ao aumento das importações.

Uma vez que a economia brasileira sempre apresentou significativos déficits na balança de serviços que em parte eram compensados pelos superávits comerciais, a reversão da balança comercial agravou ainda mais essa situação. Dado que, pela teoria econômica, o balanço de pagamentos tem que necessariamente ser equilibrado, esse desequilíbrio passou a ser compensado via balança de capitais através da entrada de capitais, essencialmente de curto prazo. Isso contribuiu para o aumento da fragilidade financeira externa.

Com o câmbio relativamente fixo, a variável ajustada para garantir a atração de capitais e o financiamento dos déficits em transações correntes foi a taxa de juros, que através de uma política monetária extremamente restritiva manteve-se durante um longo período em patamares elevadíssimos principalmente nos momentos de crises financeiras internacionais, como veremos com mais detalhes na seção subsequente deste capítulo.

Um outro instrumento utilizado para atrair o capital estrangeiro foi um agressivo programa de privatizações, no qual as principais empresas estatais foram adquiridas por grandes multinacionais. No primeiro momento, esta estratégia garantiu a entrada de recursos externos ao país, porém, a médio e longo prazo, quando as primeiras remessas de lucros para as matrizes se confirmaram, essa estratégia se pareceu mais com uma armadilha. No entanto, o salto tecnológico principalmente nas telecomunicações, e o considerável aumento de produtividade destas empresas, parece contrapor este argumento.

A forte dependência do influxo de capitais para garantir o ajustamento das contas externas trouxe a economia brasileira mais um problema, o da vulnerabilidade externa, que ao depender recorrentemente da entrada de capitais, em grande medida especulativos de curto prazo, tornou-se altamente vulnerável aos choques adversos no mercado financeiro internacional em decorrência das saídas abruptas destes capitais, que podem ter seus efeitos constatados na oscilação das reservas internacionais principalmente nestes períodos difíceis.

Conforme o gráfico 4 que relaciona o nível de reservas internacionais ao *IFE*, fica evidente que nos períodos de crises financeiras internacionais, as fugas de capitais logo se traduziram em queima de reservas, o que só vem evidenciar o eminente caráter de fragilidade financeira externa, ainda mais agravado pela situação da vulnerabilidade externa.

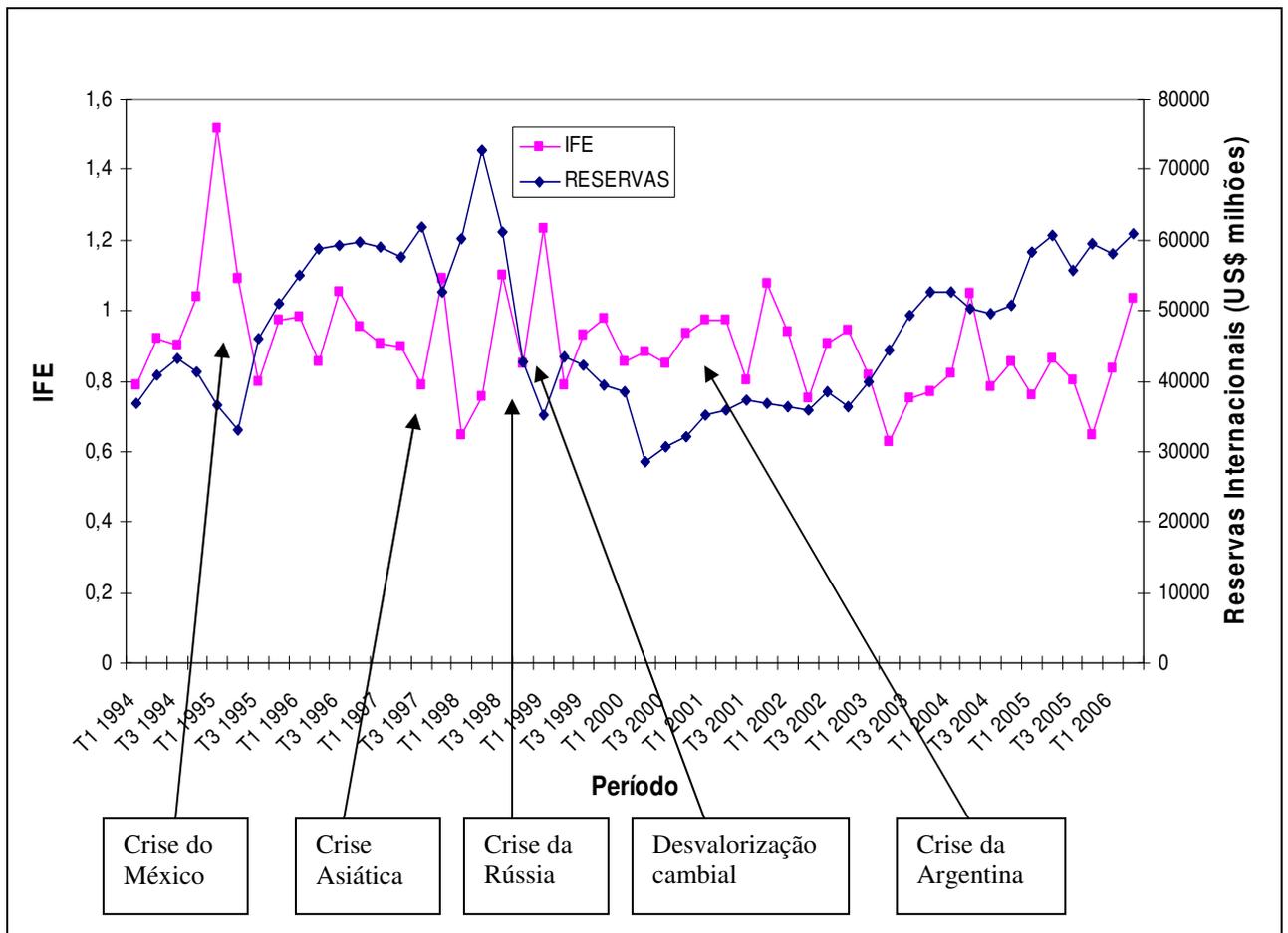


Gráfico 4: Fragilidade financeira externa e reservas internacionais.

Fonte: Elaborado pelo autor com base no anexo A.

Conclui-se, portanto, que desde de julho de 1994 com a implementação do Plano Real até janeiro de 1999 com a mudança de regime cambial e a conseqüente desvalorização do Real, os déficits crônicos na balança comercial foram uma constante, e os financiamentos dos déficits em transações correntes deram-se através do incentivo a entrada de divisas, mesmo que através de capitais de curto prazo, e com eles os vários efeitos indesejáveis, os quais mencionamos no capítulo 3.

Este novo modelo de financiamento das transações correntes acarretou em um significativo aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira agravando muito a fragilidade financeira externa, principalmente através do efeito contágio das sucessivas crises financeiras internacionais que ocorreram neste período.

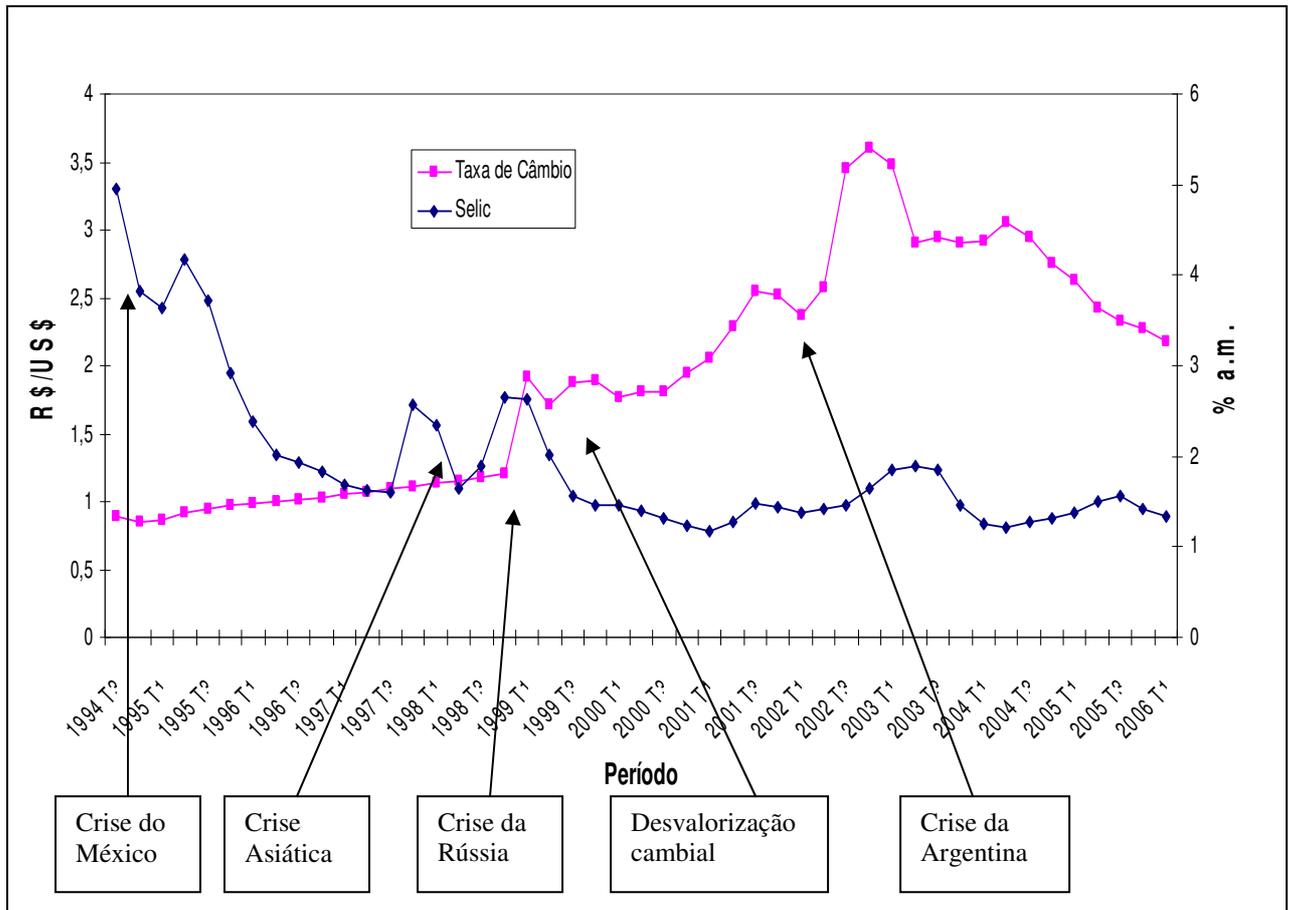


Gráfico 5: Evolução da taxa selic e da taxa de câmbio.

Fonte: Elaborado pelo autor com base no anexo A.

Conforme demonstrado no gráfico 5, ao longo deste período que vai do primeiro trimestre de 1994 ao primeiro trimestre de 1999, período em que a taxa de câmbio foi artificialmente mantida apreciada, a principal variável de ajuste para os choques externos foi a taxa de juros, que mantida por um longo período em patamares elevados para garantir o ingresso de capitais com destino ao financiamento das transações correntes, acarretou em sérias conseqüências para a economia brasileira, como um período de ínfimo crescimento econômico, como pode ser observado no gráfico 6, além de obrigar o país a pagar juros e dividendos depois, situação que podia ser agravada ainda mais pela presença maciça de capitais de curto prazo. De acordo com Silva (1999, p.145):

Se o equilíbrio do balanço de pagamentos está sendo obtido com o elevado ingresso de capitais (obviamente com déficits em conta corrente da mesma magnitude), atraídos por uma alta taxa de juros praticada no país, é desejável que se faça uma desvalorização cambial, de modo a

eliminar, ou pelo menos reduzir, o déficit em conta corrente e, eventualmente, até mesmo reduzir a taxa de juros.

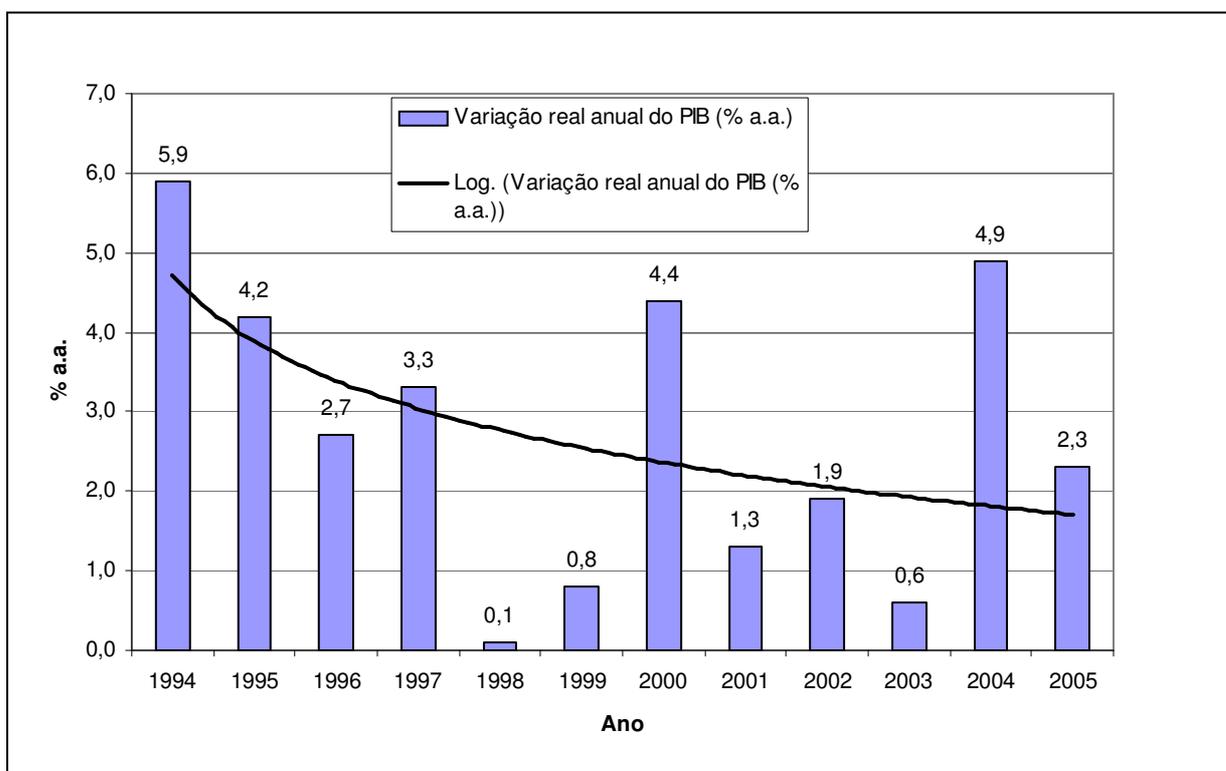


Gráfico 6: Variação real anual do PIB.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do Sistema de Contas Nacionais Consolidadas.

Neste sentido, no final de 1998, já em decorrência dos efeitos das sucessivas crises financeiras internacionais e da forte desconfiança dos investidores internacionais nos países emergentes, depois que a Rússia enfrentou uma séria crise financeira com um modelo de regime cambial fixo em meio à globalização financeira e a livre mobilidade de capitais, foi inevitável às alterações na política cambial brasileira por pena de haver uma forte reversão nos fluxos de capitais. Neste sentido, em janeiro de 1999, foi adotada a livre flutuação da taxa de câmbio.

A partir de janeiro de 1999 com a desvalorização cambial, um novo período da economia brasileira se inicia. Como podemos observar no gráfico 5 e analisar através do modelo *Mundell-Fleming*<sup>29</sup>, a partir da adoção do regime de câmbio flutuante, a taxa de juros

<sup>29</sup> Em um cenário de economia aberta financeiramente, quando a taxa de câmbio mantém-se fixa, por decisão de política econômica, o ajustamento do mercado externo não pode obviamente realizar-se mediante variações do câmbio. Como oferta monetária reage ao desequilíbrio externo, expandindo-se em caso de superávit e contraindo-se em caso de déficit, a posição da *LM* varia em função de desajustes externo. Neste caso de taxa fixa de câmbio, portanto, a responsabilidade por conciliar o equilíbrio interno e externo recai sobre a política fiscal, deslocando a *IS* até encontrar a *LM* no mesmo patamar de taxa de juros, o que demonstra a ineficiência da política monetária neste contexto (HARTMANN & LIMA, 2001).

passou a oscilar em bandas bem mais estreitas além de nominalmente diminuir consideravelmente, o que não aconteceu com a taxa de câmbio que passou a ser a principal variável de ajuste para os choques externos, abrindo espaço para que a taxa básica de juros fosse essencialmente utilizada como mecanismo eficiente de política monetária. Porém, no tratamento do financiamento dos déficits em transações correntes, nada mudou, pois a entrada de capitais externos na forma de empréstimos ou de investimentos internacionais ainda continuou sendo a principal forma de financiamento.

Logo após a mudança do regime cambial de fixo para flutuante no primeiro trimestre de 1999, os déficits recorrentes na balança comercial começaram a sinalizar para uma sutil melhora como pode ser observado no gráfico 3, no entanto, a balança comercial continuou apresentando déficits até o ano de 2001 de onde passou a apresentar sucessivos superávits inclusive apresentando recordes históricos. Este período compreendido entre a desvalorização cambial e a reversão da balança comercial parece representar um período de ajustamento necessário para que o setor exportador se condicionasse a nova realidade cambial e a conseqüente elevação da competitividade dos produtos brasileiros no mercado externo.

A partir do segundo trimestre de 2001, como já havíamos mencionado, a balança comercial passou a apresentar sucessivos superávits o que em parte repercutiu positivamente na avaliação da fragilidade financeira externa da economia brasileira (o que pode ser constatado no gráfico 2), porém, junto a este movimento de recuperação do saldo comercial, a composição da pauta de exportações concentrou-se muito em produtos primários, produtos que dependem fortemente do comportamento da demanda externa e têm seus preços em grande medida, definidos no volátil mercado financeiro internacional. Este aspecto traz consigo um eminente caráter de fragilidade, embora não registrado no *IFE*, devido em parte as suas limitações, condicionou e condiciona o saldo comercial brasileiro ao comportamento do cenário econômico internacional. É verdade, que não só a venda externa de *commodities* depende do comportamento do cenário econômico mundial, porém, os produtos primários parecem reagir primeiramente aos choques adversos no mercado internacional, o que de certa maneira implica negativamente na fragilidade financeira externa da economia brasileira.

Durante o período correspondente ao governo do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva-PT (2003 – 2006), exceto o ano eleitoral de 2002 que registrou o maior pico do risco-país de todos os tempos<sup>30</sup>, o cenário econômico internacional não apresentou nenhuma crise

---

<sup>30</sup> Este episódio marcante na economia brasileira parece ter sua resposta não apenas na provável vitória do Presidente Lula como apontavam as pesquisas eleitorais em 2002, mas sim, pela efetiva condução da política

significativa e nenhum momento que representasse algum risco ao modelo de financiamento das transações correntes. Neste sentido, tanto a balança comercial quanto o nível de reservas internacionais apresentaram uma trajetória ascendente o que repercutiu positivamente no *IFE* apresentando uma estrutura financeira tipicamente *hedge* ao longo deste período, como veremos com mais detalhes na seção subsequente. No entanto, a especialização da economia brasileira na exportação de produtos primários, por si só, se apresenta como uma ameaça em potencial ao equilíbrio das contas externas.

Diante deste cenário econômico internacional estável, e dos excelentes resultados tanto na balança comercial quanto no ingresso de recursos externos, este último em decorrência de uma política monetária mal calibrada, efeitos indesejáveis foram sentidos na apreciação cambial decorrente deste quadro como pode ser observado no gráfico 5. Os efeitos negativos da apreciação cambial passaram a ser sentidos a partir do último quartel de 2004, quando houve uma desaceleração no crescimento das exportações, que só não foi mais grave devido aos altos preços de algumas *commodities* importantes na pauta de exportação brasileira, a saber, siderurgia, café, minérios, petróleo, petroquímica, carnes e metais não-ferrosos. Cadeias produtivas importantes como as de calçados e vestuário ficaram impossibilitadas de recuperar a competitividade e tiveram que se submeter a um processo de reestruturação produtiva com fechamento de unidades fabris e demissão em massa de funcionários sem precedentes.

Esses efeitos negativos do Real valorizado, que persiste ainda hoje, só não se manifestaram de forma mais acentuada no saldo comercial, em parte, devido a expansão do comércio internacional decorrente da demanda superaquecida da China, o que permite a algum tempo um ciclo duradouro de preços elevados para as *commodities*, mas que talvez não se sustente devido ao próprio desenvolvimento interno desta economia.

Na seção subsequente discutiremos com mais detalhes a avaliação da fragilidade financeira externa da economia brasileira no pós-Real, através do instrumental analítico do *IFE* e de uma análise conjuntural pontual.

---

monetária e principalmente pela esperada, que conseqüentemente se traduziram na alta dos juros dos títulos denominados em Dólar, fazendo variar seu spread, ou seja, o risco-Brasil (TOLEDO, 2002).

#### 4.1 Avaliação da fragilidade financeira externa através do *IFE*

O objetivo desta seção é complementar a análise do *IFE* através de uma análise conjuntural de cada ano subsequente a implementação do Plano Real. Dessa forma, buscou-se identificar os principais elementos e condutas que contribuíram para o aumento ou diminuição da fragilidade financeira externa ao longo do período.

O ano de 1994 foi historicamente marcado pela introdução do Plano Real e o aprofundamento das reformas liberalizantes, que bem verdade iniciaram no ano de 1990. “Neste período aprofundou-se o processo de liberalização comercial e de exposição da economia brasileira à concorrência externa, com o objetivo de aumentar a oferta agregada e induzir a elevação da competitividade das empresas nacionais” (RELATÓRIO BACEN, 1994, p. 89). Dessa forma a balança comercial brasileira teve uma ascensão nos três primeiros trimestres do ano de implementação do Plano Real em decorrência do incremento na corrente de comércio, porém a partir do terceiro trimestre fortemente em decorrência da apreciação cambial sofrida no período, passou a registrar déficits comerciais, com uma oscilação de US\$ 4.251 milhões de superávit no terceiro trimestre para US\$ 562 milhões de déficit no quarto trimestre.

Segundo dados oficiais encontrados no relatório anual do Banco Central do Brasil (Bacen) de 1994, no primeiro semestre deste ano, o ingresso expressivo de poupança externa (excesso de liquidez internacional) dificultou a estabilização da taxa de câmbio que nos primeiros anos Plano Real serviu como âncora para os preços. Neste sentido, várias foram as intervenções do Bacen no mercado de câmbio. Porém, encontrando dificuldades em atenuar os desequilíbrios entre a oferta e a demanda por divisas, algumas medidas de controle de capitais foram adotadas<sup>31</sup>.

O gráfico 3 que relaciona a trajetória do *IFE* e da balança comercial brasileira, mostra claramente a correlação negativa existente entre estes dois indicadores, pois quanto maior for o déficit da balança comercial, maior será a fragilidade financeira externa devido ao agravamento da situação das transações correntes, e a política de âncora cambial para estabilização dos preços instituída com o Plano Real, contribuiu para o aumento da fragilidade financeira neste período. Como pode ser observado no gráfico 3, a política econômica adotada neste período se refletiu fortemente na desestabilização dos termos de troca do país

---

<sup>31</sup> Os investidores ficaram impedidos de aplicar recursos via Anexos I a IV da Resolução nº 1.289, em NTN's. E pelo Decreto nº 1.071, de 2.3.94, foi instituída a alíquota do IOF pra os recursos externos destinados as aplicações de *portfólio* (RELATÓRIO BACEN, 1994).

estimulando, através da apreciação cambial, as importações e o déficit no saldo comercial. Estas políticas estavam pautadas em grande medida na continuidade do processo de liberalização das importações visando uma melhora na oferta de produtos ao mercado doméstico ao mesmo tempo em que provocaria um choque de modernidade e de produtividade no parque fabril brasileiro.

O processo de liberalização financeira, também gradativamente implementado a partir de 1994, elevou a exposição da economia brasileira aos capitais externos, principalmente os especulativos de curto prazo, aumentando assim a vulnerabilidade externa (CARNEIRO, 1999). Neste sentido, no final de 1994, a era pós-real enfrentou a sua primeira grande crise financeira internacional, a moratória mexicana, que ficou conhecida na literatura especializada como “efeito tequila”. Através do efeito-contágio as principais economias emergentes sofreram ataques especulativos e a reversão das expectativas dos investidores internacionais traduziram-se em fuga maciça de capitais, desestabilizando ainda mais o equilíbrio entre os fluxos de entrada e saída de recursos externos.

Porém, este aparente descontrole nos fluxos de entrada e saída de recursos em moeda estrangeira, principalmente ocasionado pela reversão da balança comercial e pelo “efeito tequila”, repercutiu negativamente na fragilidade financeira externa do país com uma elevação de 31,14% no *IFE*, sendo que em média 82,54% deste índice esteve condicionado pela balança comercial. O *IFE* no quarto trimestre de 1994 esteve próximo a 1,036 mostrando uma sutil mudança de uma estrutura financeira do tipo *hedge* para uma estrutura financeira do tipo especulativa, caracterizando assim a vulnerabilidade externa intrínseca a política econômica adotada neste período, o que evidencia que em períodos de liquidez internacional os agentes econômicos aumentam o volume de investimentos através do financiamento externo, conforme a teoria Minskyana.

O gráfico 4 que relaciona a trajetória do *IFE* e do estoque de reservas internacionais, mostra claramente a correlação negativa entre estes indicadores. Através da análise deste gráfico podemos facilmente identificar a queima de reservas internacionais provocada pela fuga de capitais no final de 1994 e pela reversão do saldo comercial. Este indicativo só vem reforçar a tendência de uma piora na fragilidade financeira do país, mostrando que para o atendimento de toda a demanda por moeda estrangeira no quarto trimestre de 1994, foi preciso desfazer-se de parte do estoque de reservas internacionais, representando uma queda de 4,58% em relação ao trimestre imediatamente anterior.

O ano de 1995 inicia com um forte desequilíbrio nas contas externas, especialmente provocado pela manutenção de recorrentes déficits na balança comercial. Essa reversão de

tendência esteve fortemente associada à estabilidade de preços e à situação cambial favorável ao incremento das importações, resultados estes decorrentes da nova orientação da política econômica que concentrou-se essencialmente na estabilidade dos preços (RELATÓRIO BACEN, 1995). Mesmo com as expectativas negativas quanto ao comércio internacional em decorrência da política cambial da época, a prioridade da estabilização dos preços (principal objetivo do Plano Real), impossibilitou politicamente uma nova avaliação da política cambial e as estratégias mais significativas para o incremento das exportações concentraram-se no primeiro momento na eliminação do compulsório de 15% incidente nos adiantamentos sobre contratos de câmbio (ACC) o que desonerava o exportador, além do aumento do prazo das operações de pagamento antecipado das exportações, que passaram para 180 dias e 360 dias em conformidade com o produto. E no âmbito da redução das importações, foram elevadas, temporariamente as alíquotas do imposto de importação para determinados produtos que estavam sendo prejudicados pela concorrência externa<sup>32</sup>.

Porém, a balança comercial registrou perdas recorrentes nos dois primeiros trimestres do ano, passando de um déficit da ordem de US\$ 2.287 milhões no primeiro trimestre para um déficit de US\$ 1.939 milhões no segundo trimestre, o que mostra uma sutil tendência de melhora que se concretizou no restante do período que passou a registrar mesmo que modestos, superávits comerciais.

Quanto à política cambial deste período, como já mencionado, a prioridade com a estabilização dos preços, tendo o câmbio como âncora, não permitiu grandes mudanças, mesmo com os constantes déficits em transações correntes, guiados principalmente pela balança comercial deficitária. Assim, ainda sob os efeitos da crise financeira do México e da conseqüente reavaliação negativa dos investidores internacionais, as saídas líquidas de capitais desequilibravam ainda mais o fluxo de entrada e saída de recursos externos, elevando conseqüentemente a demanda corrente por moeda estrangeira além das disponibilidades correntes de moeda estrangeira, que se traduziram em queima de reservas internacionais na ordem de 19,79% nos dois primeiros trimestres do ano em relação ao último trimestre de 1994, com uma sutil melhora nos trimestres seguintes como pode ser observado no gráfico 4. No primeiro trimestre do ano, a entrada líquida de capitais autônomos foi ínfima, em grande parte devido a instabilidade dos mercados financeiros ainda sob os efeitos da moratória mexicana onde aproximadamente US\$ 5 bilhões em ativos de curto prazo deixaram o país (RELATÓRIO BACEN, 1995).

---

<sup>32</sup> Temporariamente foram elevadas as alíquotas do imposto de importação de 12 itens integrantes do setor calçadista, principal prejudicado com o processo de abertura comercial e reestruturação produtiva.

Antes da inversão da balança comercial em 1994, o fluxo de capitais autônomos, ou seja, o saldo relativo à entrada e saída voluntária de capitais, envolvendo empréstimos, investimentos diretos, amortizações, financiamentos e capitais de curto prazo, se limitava em importância apenas para o ajuste do nível de reservas internacionais, porém, com o déficit crônico na balança comercial e o déficit rotineiro na balança de serviços, o ingresso desses capitais passaram a ganhar destaque e importância no financiamento do déficit em transações correntes. Com a volta da aparente estabilidade nos mercados financeiros, a partir do terceiro trimestre de 1995, e a retomada no fluxo de entrada de capitais pôde-se novamente alcançar o equilíbrio no balanço de pagamentos.

Neste sentido, o *IFE* durante todo este ano esteve negativamente correlacionado com o saldo na balança comercial evidenciando claramente a vulnerabilidade externa a qual a economia brasileira passou a enfrentar com a inversão da balança comercial e a fuga de capitais. Nos dois primeiros trimestres do ano o *IFE* esteve acima de 1, o que evidenciou uma estrutura financeira do tipo especulativa ou *Ponzi* confirmando a tendência no aumento da fragilidade financeira externa da economia brasileira desde o final de 1994, porém, com uma sutil melhora indicando para os dois últimos trimestres do ano uma aparente e conjuntural estrutura financeira do tipo *hedge*. O que a curto prazo, pode ser atribuída a gradual melhora na balança comercial e a nova rodada no ingresso de capitais autônomos.

No ano de 1996, embora a balança comercial tenha sido na média deficitária, o grau de fragilidade financeira externa para o período como um todo apresentou uma estrutura financeira do tipo *hedge*. Este comportamento do *IFE* esteve muito relacionado ao volumoso ingresso de recursos a médio e longo prazo que durante o ano totalizaram liquidamente US\$ 12,7 bilhões. Este movimento ingressante de capitais de médio e longo prazo apresentou uma mudança no perfil dos capitais ingressantes e no financiamento das transações correntes, já que a balança comercial vinha apresentando déficits recorrentes.

Segundo o Relatório do Banco Central do Brasil (1996), durante este ano foram implementadas medidas de atração dos capitais de médio e longo prazos em decorrência da penalização através de alíquotas desfavoráveis ao ingresso de capitais de curto prazo e ampliação dos prazos de amortização de empréstimos. As alíquotas do *IOF* (Imposto sobre operações financeiras) foram reescaladas chegando a zero para as operações de prazo igual o superior a cinco anos.

A balança comercial como já mencionada, apresentou durante o ano de 1996 um déficit da ordem de US\$ 5,5 bilhões muito superior ao apresentado no ano anterior (US\$ 3,4 bilhões), e isto em decorrência de uma expansão de 6,9% nas importações. Esta expansão nas

importações encontra no discurso oficial (Relatório Bacen, 1996), argumentos no sentido de que a política monetária menos contracionista praticada neste ano possibilitou uma expansão do crédito e uma elevação no nível de atividade econômica que repercutiu no aumento das importações, além, é claro, da continuidade do processo de abertura comercial.

A expansão das importações neste período encontra nos argumentos do Relatório do Bacen de 1996, uma explicação mais relacionada com a “reestruturação produtiva” provocada pela abertura comercial do que por fatores conjunturais como apreciação cambial. Sabe-se que, em geral, a expansão das exportações é precedida por uma expansão das importações, geralmente de bens de capital, porém isto nem sempre é verdade e não vale como regra geral para a análise de economias. E no caso da economia brasileira durante o ano de 1996, esta exceção parece confirmar-se. Durante o triênio 1995-1997 houve mesmo que modesta, uma recuperação dos investimentos, porém o que não se viu foi uma conseqüente melhora das exportações associada a este miniciclo de investimentos, que possa ir de encontro aos argumentos do Relatório do Bacen. Neste sentido, e de acordo com Bielschowsky (2002, p.218):

Trata-se de maior capacidade associada a um coeficiente de importações maior. Os investimentos só estariam revertendo à tendência assinalada se o aumento do coeficiente de importações que “carregam” se traduzisse em aumento mais que proporcional das exportações, o que não parece ser o caso.

Esta linha de argumentação parece convincente quando se observa através do gráfico 3, uma ligeira e ínfima melhora no saldo comercial do país a partir do primeiro trimestre de 1997, porém, logo interrompida por fatores conjunturais como a crise financeira asiática e na seqüência pela crise financeira russa, que conjuntamente culminaram na liberalização cambial em janeiro de 1999. Dessa forma, passado um período de ajustamento da política comercial a nova realidade cambial, a balança comercial entrou em uma nova trajetória ascendente e sustentável a partir do ano de 2000.

Na análise da fragilidade financeira externa deste ano, embora a balança comercial tenha sido deficitária, a entrada de recursos externos através dos capitais essencialmente de médio e longo prazo permitiu o financiamento das transações correntes sem a necessidade de recorrer ao estoque de reservas internacionais. Neste período houve até um incremento nas reservas da ordem de 8,53 % ao longo do período.

O *IFE* esteve sempre registrando uma estrutura financeira do tipo *hedge* exceto no terceiro trimestre do ano onde a balança comercial iniciou um movimento de queda que registrou o maior déficit comercial da era pós-real na ordem de US\$ 3.998 milhões no último

quartel do ano. Porém na média anual o *IFE* manteve-se em 0,96 o que implicou uma estrutura financeira do tipo *hedge*, ou seja, não havendo queima de reservas internacionais e nem a necessidade de refinanciamento de posições passadas.

O ano de 1997 inicia com uma aparente estabilidade nos mercados financeiros internacionais e com ingressos líquidos consideráveis de capitais estrangeiros, incluindo-se aí investimentos estrangeiros diretos líquidos na ordem de 51,1% do déficit em transações correntes de todo o ano.

A balança comercial, ainda em decorrência do processo de abertura comercial e de “reestruturação produtiva” iniciado em 1990, apresentou incrementos na taxa de importação e registrou ao longo do ano sucessivos déficits. A taxa de câmbio como pode ser observada no gráfico 5, permaneceu apreciada e oscilando dentro de bandas cambiais ainda muito restritas para o incentivo das exportações.

Porém, no discurso oficial do governo registrado no Relatório anual do Bacen (1997), buscou-se, com a desvalorização gradual da taxa de câmbio, as condições necessárias para a estabilidade dos preços internos, sem esquecer das políticas de incentivo as exportações e controle de importações. Mesmo no discurso oficial, a preocupação com a estabilidade interna dos preços tendo como âncora o câmbio, prevaleceu na execução das políticas econômicas.

Entretanto, o incentivo à entrada de capitais mediante a redução dos prazos médios mínimos de amortização e seus respectivos custos tributários, além da manutenção do diferencial entre juros internos e externos, garantiu até o terceiro trimestre de 1997 o financiamento do déficit em transações correntes e um incremento de 4,5 % nas reservas internacionais (RELATÓRIO BACEN, 1997).

Até este momento (terceiro trimestre de 1997), a fragilidade financeira externa da economia brasileira registrada através do *IFE*, caracterizou uma estrutura financeira do tipo *hedge*, com o *IFE* situado na média em 0,85. Isto é claro, em decorrência da entrada líquida de capitais estrangeiros inclusive os especulativos de curto prazo, atraídos pelo diferencial da taxa de juros situada na média do período em 19,56 % a.a..

Porém, como pode ser observado na análise simultânea dos gráficos 3,4 e 5, no último quartel de 1997 em decorrência da crise financeira iniciada nas economias do sudeste asiático e seu efeito cascata, saídas líquidas de capitais, principalmente os de curto prazo, captados pelo mercado acionário levaram o país conjuntamente neste último trimestre a transitar para uma estrutura financeira do tipo especulativa ou *Ponzi*. O *IFE* neste período esteve situado em 1,088.

Na análise do gráfico 5, verificamos facilmente que durante o período em que prevaleceu o regime de câmbio relativamente fixo, a principal variável de ajuste aos choques externos foi a taxa de juros, que neste episódio da crise asiática chegou ao patamar de 30,72 % a. a. depois de um período de sucessivas quedas desde o segundo trimestre de 1995.

A saída líquida de capitais não foi à única causa deste desequilíbrio no balanço de pagamentos. A balança comercial, como em outros momentos adversos é uma das variáveis que primeiro se adequa a nova realidade no mercado internacional, e o hiato de recursos externos provocado pelo déficit em transações correntes e no movimento de capitais levou a economia brasileira a uma queima de reservas internacionais da ordem de 14,8 % em relação ao trimestre anterior. Evidenciando assim, uma estrutura financeira tipicamente especulativa ou *Ponzi*.

O ano de 1998 inicia ainda sobre os efeitos da crise financeira internacional que eclodiu no sudeste asiático e rapidamente se propagou pelos mercados financeiros atingindo essencialmente as economias emergentes.

No Brasil ainda em decorrência das medidas adotadas para o enfrentamento da crise do final de 1997, a saber, elevação da taxa de juros e a redução do prazo médio mínimo de amortização dos empréstimos externos, um influxo de capitais ingressou no país permitindo o financiamento das transações correntes e a recomposição das reservas internacionais.

A balança comercial, como nos demais períodos, vinha apresentando sucessivos déficits, em parte decorrentes da política cambial que desde 1995 não sofreu alterações significativas e mantinha apreciado o câmbio. Mesmo com a grande volatilidade nos fluxos de capitais externos neste contexto turbulento dos mercados financeiros, a única alteração na política cambial foi no ritmo das desvalorizações, mas que ainda eram incipientes para o fomento das exportações que se manteve no mesmo patamar dos anos anteriores (RELATÓRIO BACEN, 1998).

Como pode ser observado na análise do gráfico 4, até abril de 1998, o país vinha acumulando reservas internacionais, porém a partir de maio de 1998, com o acirramento da crise iniciada no sudeste asiático e a moratória russa, o cenário econômico internacional ficou ainda mais turbulento e reduziu o ingresso de recursos externos, revertendo o fluxo de capitais ao país. Diante deste quadro, e para manter o câmbio oscilando dentro das bandas pré-estabelecidas, o Bacen teve que intervir por inúmeras vezes no mercado de câmbio para garantir a oscilação desejada (RELATÓRIO BACEN, 1998).

Diante de mais este choque adverso, a principal variável de ajuste foi à taxa de juros, que como fica evidenciado no gráfico 5, foi elevada para um patamar de 32 % a.a. no final de 1998.

As reservas internacionais que vinham se recuperando desde a crise asiática batendo até um recorde histórico, sofreram uma drástica redução em função do agravamento do déficit comercial e do afluxo de capitais a partir do terceiro trimestre do ano. As reservas internacionais caíram ao longo do ano mais de 41 %.

Essas sucessões de crises financeiras internacionais e seus reflexos na economia brasileira, só vêm reforçar a forte dependência de capitais externos para o financiamento das transações correntes em períodos de déficits crônicos no balanço de pagamentos. Ao longo do período até aqui analisado e constatado na análise simultânea dos gráficos 3, 4 e 5, fica evidente a vulnerabilidade externa da economia brasileira e o grave problema com a volatilidade dos capitais de curto prazo refletida nos altos índices de fragilidade financeira externa.

O *IFE* até o acirramento da crise com a moratória russa vinha registrando uma estrutura financeira do tipo *hedge*, isto em decorrência das medidas adotadas para a atração de capitais implementadas no final de 1997. Porém com o acirramento da crise, o agravamento do déficit comercial e a reversão no fluxo de capitais, no terceiro trimestre do ano, registrou-se uma estrutura financeira do tipo especulativa ou *Ponzi*, com uma grave queima de reservas internacionais para atendimento da demanda corrente por moeda estrangeira.

No início de 1999, já em decorrência das sucessivas crises financeiras internacionais, o regime de bandas cambiais vigente desde de 1995 já não se sustentaria. Desde o início do Plano Real em julho de 1994, o país precisou recorrentemente contar com a presença de recursos externos, nas várias formas de empréstimos, financiamentos e investimentos, para financiar o constante desequilíbrio no balanço de pagamentos e possibilitar a adequação do nível de reservas internacionais à política cambial.

Os efeitos indesejáveis da crise mexicana à crise do sudeste asiático e o seu acirramento com a moratória russa deixaram os investidores estrangeiros sempre em alerta e preocupados com os fundamentos macroeconômicos dos países endividados em moeda estrangeira. Embora no primeiro momento não revertissem permanentemente os fluxos dos seus investimentos, permaneciam sempre alertas a quaisquer sinais de crise. Porém, no final de 1998, as incertezas se transformaram em desconfiança com as dificuldades que a Rússia enfrentou com um modelo de regime cambial fixo em meio à globalização financeira e a livre mobilidade de capitais. O que factivamente resultou em uma forte queda no ingresso de

capital externo e em perdas consideráveis de reservas internacionais também nas demais economias emergentes, o que não foi diferente com o Brasil.

A dificuldade de manter a atual política cambial em meio a forte reversão dos fluxos de capitais levou o mercado a criar expectativas quanto à desvalorização do Real e a manter aquecida a demanda por moeda estrangeira, diante da crescente ameaça à integridade das relações econômico-financeiras com o exterior (RELATÓRIO BACEN, 1999). Neste sentido, gradativamente em janeiro de 1999, mudanças na política cambial foram sendo realizadas na tentativa de antecipar as expectativas dos agentes econômicos. O que culminou em 15 de janeiro de 1999, através do comunicado ao mercado nº 6.563, na definição do novo patamar da taxa de câmbio por conta do mercado.

Na análise do gráfico 5 verificamos a intensidade de desvalorização que sofreu o Real a partir da liberalização cambial chegando a uma taxa câmbio de 1,92 R\$/US\$. A fragilidade financeira inerente a este período turbulento para economia brasileira registrou um *IFE* de 1,23. O maior depois da implementação do Plano Real, o que evidência uma estrutura financeira tipicamente especulativa ou *Ponzi* provocada essencialmente pelos problemas estruturais e conjunturais decorrentes dos efeitos acumulados das sucessivas crises financeiras que o país enfrentou durante este período de forte turbulência nos mercados financeiros internacionais.

Para o enfrentamento de toda esta adversidade que resultou na mudança da política cambial, recorreu-se ao Fundo Monetário Internacional para manter o equilíbrio no balanço de pagamentos. Porém, a proposta de ajuste fiscal inerente ao Plano Real se deparou com a necessidade imprescindível de avanço e austeridade, o que comprometeu a capacidade creditícia dos programas essenciais à expansão do comércio exterior. Neste sentido, e como era esperado, a balança comercial não respondeu automaticamente a desvalorização cambial. Ainda era preciso um período de ajustamento do mercado a nova realidade, que foi até o início de 2000, de onde a balança comercial passou a seguir uma trajetória ascendente. Porém, a composição das exportações passou a se pautar excessivamente em produtos primários com preços definidos no volátil mercado internacional, o que traz consigo intrinsecamente um caráter de fragilidade, o que será discutido mais adiante.

Sendo assim, ao longo do ano de 1999, a balança comercial se manteve deficitária, porém, a um patamar inferior ao dos anos passados. As reservas internacionais se mantiveram bem abaixo de períodos anteriores, porém, oscilaram bem menos. Num regime em que a taxa de câmbio flutua, o Bacen praticamente não intervém no mercado de moeda estrangeira e, assim, as reservas oscilam menos. Em outras palavras, o resultado do balanço de pagamentos

tende a se ajustar via taxa de câmbio, não havendo necessidade do uso de reservas como instrumento de financiamento (RELATÓRIO BACEN, 1999).

Contudo, exceto no início do ano, o *IFE* registrou estruturas financeiras do tipo *hedge*, mostrando que as disponibilidades correntes de recursos em moeda estrangeira foram mais que suficientes para o atendimento da demanda corrente por moeda estrangeira, não representando assim, queima de reservas internacionais. Pois, ao longo deste ano os investimentos estrangeiros diretos líquidos registraram o seu maior valor histórico (US\$ 30 bilhões), e os investimentos em privatizações somaram no ano US\$ 8,8 bilhões.

O ano de 2000 inicia com uma expectativa otimista quanto à recuperação da balança comercial em decorrência dos ganhos de competitividade advindos da desvalorização cambial ocorrida no ano anterior. Porém, ainda era muito recente a nova realidade cambial e o período necessário para o ajustamento do setor exportador a esta nova realidade, ainda não havia sido concluído. Evidenciando talvez que o problema não fosse apenas conjuntural.

Em resposta a deterioração do saldo comercial, o governo editou o Programa de Exportações 2001, que previa um conjunto de medidas de apoio às exportações<sup>33</sup>. Entretanto, a redução orçamentária exigida pelo novo pacote de ajuste fiscal assumido com o socorro internacional do FMI, restringiu muito a dotação orçamentária para este programa.

A balança comercial ao longo do ano de 2000 apresentou uma sutil recuperação, ainda que não fosse na magnitude esperada pelo mercado e governo, observou-se uma redução de quase 50% no déficit comercial em relação ao ano anterior. Essa redução só não foi maior devido ao crescimento industrial significativo registrado neste ano, o que impulsionou as importações. Porém, como pode ser observado no gráfico 3, indicou o início de uma tendência de recuperação da balança comercial que se segue até os dias atuais.

O segundo ano de vigência do regime de câmbio de livre flutuação (2000), embora não tenha correspondido às expectativas quanto à melhora do saldo comercial, restringiu bastante as intervenções do Bacen no mercado de câmbio, o que de certa maneira desvinculou o nível de reservas dos resultados do mercado cambial. Com um regime cambial de livre flutuação, a necessidade de intervenção no mercado de câmbio a fim de estabilizar ou alcançar um patamar pré-determinado para a taxa de câmbio, deixar de existir, o que de certa maneira não exige, por parte da autoridade monetária, a compra ou a venda de reservas internacionais para este fim. Dessa forma, buscou-se evitar que as reservas internacionais

---

<sup>33</sup> Diante do quadro de deterioração apresentado pela balança comercial no último trimestre do ano, foi lançado, em 17.11.2000, o Programa de Exportações 2001, que visa, no seu conjunto, alcançar três objetivos permanentes da política governamental para o setor: a redução dos custos de exportação, o estímulo ao desenvolvimento das estratégias empresariais e a difusão da cultura exportadora (RELATÓRIO BACEN, 2000).

sofressem grandes alterações em um curto espaço de tempo. Entretanto a perda de reservas na ordem de 16,7% registrada neste ano esteve em parte relacionada com os pagamentos de principal e juros no âmbito do programa de assistência financeira, coordenado pelo FMI.

Porém, uma entrada líquida de US\$ 30,6 bilhões em investimentos estrangeiros diretos e um volume crescente de recursos decorrente das privatizações, mantiveram estável o déficit em transações correntes. Além disso, a nova legislação que passou a reger os investimentos estrangeiros em carteira no ano de 2000 permitiu que os investidores estrangeiros pudessem realizar as mesmas operações financeiras que os investidores brasileiros, provocando um reflexo positivo no fluxo de capitais estrangeiros e garantindo uma melhora, a curto prazo, da necessidade de financiamento externo.

Neste sentido, o ano de 2000 apresentou na média um *IFE* de 0,88 como pode ser observado nos gráficos 3 e 4, indicando uma estrutura financeira predominantemente *hedge*, que se sustentou ao longo de todo ano não apresentando picos críticos de fragilidade, resultado de períodos de estabilidade nos mercados financeiros internacionais.

Este resultado aparentemente favorável do *IFE* pode está apenas refletindo este período de estabilidade, o que não nos permite avaliar a fragilidade financeira em potencial que pode está intrínseca ao modelo de financiamento das transações correntes e na volatilidade dos preços internacionais dos produtos que compõe o saldo comercial.

O ano de 2001 inicia com uma tendência de reversão da balança comercial já iniciada no ano anterior, como pode ser observado no gráfico 3, e que apontou um crescimento de 9,6% na quantidade exportada. A balança comercial que no primeiro trimestre do ano de 2001 registrou um déficit de aproximadamente US\$ 678 milhões, fechou o ano com um superávit de aproximadamente US\$ 1.386 milhões no último trimestre. Segundo o Relatório do Bacen (2001) os principais fatores que contribuíram para essa melhora do saldo comercial, foram a depreciação cambial e a doença que dizimou rebanhos europeus, além do incremento das vendas para o leste europeu e ao oriente médio.

Esta reversão favorável da balança comercial logo foi refletida na melhoria da fragilidade financeira externa do país que registrou índices na média de 0,95, tipicamente de uma estrutura financeira *hedge*. Entretanto, o bom desempenho das exportações neste ano, esteve associado a uma piora na composição do saldo comercial. A tabela 2 apresenta o preço e o quantum de exportação comparativamente ao ano anterior. Com base nos dados da tabela 2, constatamos que as vendas externas de produtos básicos foram responsáveis por uma elevação de 33,3% na quantidade exportada, o que em parte decorre de uma queda de 8,4% nos preços.

Na comparação com o ano anterior, também possibilitada pela tabela 2, verificamos claramente a deterioração no perfil dos produtos exportados, apresentando uma tendência de especialização do país na exportação de *commodities*, o que Carneiro (2002) conclui como uma “especialização regressiva”.

Tabela 1: Índices de preço e quantum de exportação.

(Variação % sobre mesmo período do ano anterior)

Discriminação	2001		2002	
	Preço	Quantum	Preço	Quantum
Total	-3,5	9,6	-4,6	8,6
Básicos	-8,4	33,3	-4,1	15,2
Semimanufaturados	-10,5	8,4	-4,5	13,9
Manufaturados	0,3	0,8	-4,6	5,2

Fonte: Adaptado do Boletim Funcex de Comércio Exterior (2002).

Esta mudança na composição do saldo comercial traz consigo uma fragilidade externa em potencial, pois o déficit em transações correntes passa a ser amenizado, em parte pelo superávit da balança comercial que agora (a partir de 2000) concentra grande parte do seu desempenho na exportação de produtos que apresentam baixo valor agregado e têm seus preços definidos em mercados altamente voláteis.

Entretanto, a balança comercial teve uma forte relevância nas disponibilidades de recursos em moeda estrangeira em 2001, devido à alteração no perfil de financiamento das contas externas do país neste ano. O fluxo significativo de investimentos estrangeiros diretos que se registrou em 2000, não se confirmou em 2001. E os investimentos em carteira registraram amortizações significativas do passivo externo principalmente na forma de *notes* e *commercial papers*.

O fraco desempenho no fluxo de investimentos para o país, principalmente no segundo semestre deste ano, parece decorrer da deterioração da política econômica na Argentina, das incertezas quanto à recuperação da economia norte-americana em meio ao atentado terrorista de 11 de setembro, além da crise na matriz energética brasileira.

O mercado de câmbio, que desde a desvalorização se mantinha estável, sofreu várias pressões em decorrência deste cenário econômico internacional adverso. Para manter o nível de reservas internacionais dentro dos limites acordados no programa de assistência financeira

do FMI e evitar bruscas oscilações da taxa de câmbio, foi preciso várias intervenções do Bacen no mercado cambial, porém, a depreciação foi inevitável registrando no último trimestre do ano uma taxa de câmbio de 2,51 R\$/US\$.

De uma forma geral, a economia brasileira, em 2001, apresentou ao longo dos três primeiros trimestres estruturas financeiras do tipo *hedge*. Porém, em consequência do agravamento da crise Argentina e da saída de recursos que representou a busca por proteção, na forma de moeda estrangeira, de flutuações na taxa de câmbio, registrou-se no último trimestre do ano um *IFE* de 1,076 que caracteriza uma estrutura financeira do tipo especulativa ou *Ponzi*. Este fato é confirmado pela perda de aproximadamente 1,17% no nível de reservas internacionais em relação ao trimestre anterior.

O ano de 2002, bem como o ano anterior, seguiu uma tendência de superávits comerciais crescentes como pode ser observado no gráfico 3. Neste ano, o superávit comercial foi de US\$ 13,1 bilhões, o que representou um aumento de aproximadamente 395% em relação ao ano anterior. Este aumento considerável no saldo comercial esteve associado à recuperação da economia depois do agravamento da situação econômica Argentina<sup>34</sup> e a um aumento de 3,7% nas exportações, também reflexo do processo de desoneração das exportações e da busca por mercados alternativos procurando diversificar a pauta de países importadores.

Entretanto, o perfil da composição deste saldo comercial, esteve mais uma vez pautado em sua maioria em produtos básicos. De acordo com a tabela 2 as vendas externas de produtos básicos foram responsáveis por uma elevação de 15,2% na quantidade exportada, o que, como já discutido anteriormente, traz consigo um eminente caráter de fragilidade externa. De acordo com o Relatório do Bacen (2002) os principais produtos básicos que compuseram a pauta das exportações brasileiras neste ano foram: minérios de ferro e seus concentrados, soja mesmo triturada, farelo e resíduos da extração de óleo de soja, óleos brutos de petróleo, carne e miúdos de frango, café cru em grãos, fumo em folhas e desperdícios, carne bovina, carne suína, milho em grãos entre outros. Esses produtos, em sua maioria,

---

<sup>34</sup> A partir de 1999 a Argentina mergulhou em uma profunda recessão. Em particular, o ano de 2001 foi marcado por uma crescente perda de confiança na solvência da economia Argentina, especialmente do setor financeiro. As reservas internacionais, que no começo de 2001, estavam na casa dos US\$ 21 bilhões caíram rapidamente para menos de US\$ 15 bilhões em agosto. Com o apoio do FMI verificou-se uma recomposição das reservas para os níveis do início do ano. Porém, com o agravamento da crise chegou-se em dezembro de 2001 com reservas abaixo de US\$ 14 bilhões. A queda dos depósitos bancários em quase 1/3 e os saldos negativos da conta capital, em US\$ 6 bilhões no último trimestre, não deixava, dúvidas quanto ao fato de que estava em curso uma grave crise de confiança marcada pela fuga de capitais. Decorrente deste quadro adverso em dezembro de 2001 foi decretado a suspensão dos pagamentos da dívida externa do setor público, e o governo teve que levar adiante a “presificação” da economia, o que implicou na inconvertibilidade dos ativos dolarizados do sistema financeiro, o assim chamado “*corralito*” (CUNHA & FERRARI, 2005).

estão suscetíveis a diversas barreiras tarifárias e não-tarifárias, como normas sanitárias internacionais rígidas e que mudam constantemente, além do risco de disseminação de pragas, a volatilidade de preços e a constante dependência da situação favorável da demanda externa.. Daí decorre seu eminente caráter de fragilidade.

Assim sendo, uma economia que tem boa parte do seu desempenho associado às exportações de *commodities* pode ser surpreendida a qualquer momento por choques adversos no cenário econômico internacional, tendo que recorrer a refinanciamentos externos.

Mais uma vez, o saldo comercial foi de grande importância para as relações econômico-financeiras do país amenizando o déficit em transações correntes em meio a um incipiente ingresso de recursos externos autônomos. Segundo o Relatório do Bacen (2002) a conta capital e financeira registrou forte retração na captação de recursos externos de longo prazo, evidenciada pelas baixas taxas de rolagens de títulos e empréstimos bancários, principalmente no segundo semestre. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos, embora mais que suficientes para o financiamento da conta corrente, não registraram ingressos suficientes para também compensar as amortizações líquidas dos demais investimentos estrangeiros. Dessa forma, o financiamento do balanço de pagamentos complementou-se com desembolsos de recursos do FMI, no âmbito do Programa de Assistência Financeira (PAF).

O fraco desempenho na captação de recursos externos autônomos em 2002, em parte esteve associado aos choques ocorridos na economia mundial após os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001. Porém, com a adoção do regime de taxas de câmbio flutuantes a principal variável de ajuste para o equilíbrio do balanço de pagamentos passou a ser o câmbio. Como pode ser observado no gráfico 5, os reflexos desses choques adversos logo se traduziram na depreciação do Real que associado as expectativas dos investidores internacionais quanto a eminente vitória presidencial do até então candidato “Lula” do Partido dos Trabalhadores (PT), levaram a taxa de câmbio a 3,60 R\$/US\$ no último trimestre de 2002. Porém, os possíveis efeitos inflacionários de uma freqüente depreciação da moeda brasileira exigiram que o Bacen atuasse de modo a aliviar parte da pressão sobre a taxa de câmbio por meio da emissão de títulos indexados à taxa de câmbio, além de intervenções no mercado à vista. Este episódio em particular, foi responsável pela pior classificação de risco do país pelas agências internacionais.

Na análise deste ano, mais precisamente no registro do índice de fragilidade financeira externa que se situou na média anual em 0,88, verificamos uma aparente estrutura financeira *hedge*. Entretanto, a conjuntura externa desfavorável e a análise qualitativa dos fluxos de recursos externos, nos permitem constatar que o financiamento das contas externas foi

complementado por recursos do Programa de Assistência Financeira (PAF), desembolsados pelo FMI, o que eminentemente caracteriza uma estrutura financeira especulativa ou *Ponzi*, que devido a peculiaridades metodológicas não foi registrado pelo *IFE*, mas que ficará explícito na análise conjuntural.

O ano de 2003 também sinalizou para a recuperação da balança comercial assim como nos anos anteriores. As medidas de incentivo às exportações, que simplificaram os procedimentos administrativos e continuaram o processo de desoneração fiscal e ampliação de mercados, garantiram financiamentos significativos e contribuíram para um superávit comercial de US\$ 24,8 bilhões. Este superávit esteve associado ao aumento de 21,1% nas exportações, não sendo consequência da redução das importações, as quais aumentaram 2,2% neste ano. Outro fator também extremamente responsável pelo excelente desempenho da balança comercial em 2003 foi à percepção do mercado quanto ao compromisso do governo eleito com os princípios básicos que garantiram a estabilidade monetária, o que refletiu em uma política comercial ativa e agressiva (RELATÓRIO BACEN, 2003).

Uma outra mudança no perfil deste saldo comercial esteve associada a um aumento de 20,9% na quantidade exportada em decorrência das vendas externas de produtos manufaturados, enquanto os produtos básicos apenas responderam por 13,1% destas vendas, contrariamente aos anos anteriores, em que se verificaram significativos resultados em termos de produtos básicos. Este aumento nas vendas externas de produtos manufaturados em grande medida foi devido à retomada das exportações para a Argentina, depois de passada às conjunturas adversas, o que pode apenas representar uma situação pontual. Porém, não deixa de representar uma redução da fragilidade inerente à composição das exportações neste ano.

Como pode ser observado no gráfico 3, a trajetória crescente do saldo comercial, iniciada em 2000, parece ganhar fôlego a partir de 2003 e como consequência deste volumoso ingresso líquido de recursos em moeda estrangeira, os índices trimestrais de fragilidade financeira externa para este ano, mostrou ao longo do período uma estrutura financeira equilibrada tipicamente *hedge*, inclusive com incremento de 31,91% nas reservas internacionais ao longo do ano conforme pôde ser observado no gráfico 4.

Quanto aos recursos externos provenientes de investimentos e financiamentos, a percepção favorável do mercado em relação ao novo governo, aliado ao compromisso assumido com a estabilidade monetária, contribuíram para a tranquilidade do mercado que se mantinha instável desde o segundo semestre de 2002 com o resultado das eleições presidenciais, situação em que se registrou a maior classificação de risco para o Brasil (2.395 pontos). O novo acordo firmado com o FMI no final de 2003 que previa a liberação de US\$

14 bilhões somente em circunstâncias adversas, servindo como seguro contra eventuais turbulências no mercado financeiro internacional, também contribuiu para essa tranquilidade do mercado (RELATÓRIO BACEN, 2003).

Neste sentido, a retomada da confiança dos investidores internacionais proporcionaram em 2003 ingressos líquidos de recursos externos na forma de investimentos e financiamentos, além da rolagem de papéis e empréstimos externos de médio e longo prazo do setor privado. A baixa taxa de juros nos Estados Unidos e na União Européia, associada ao aumento da liquidez internacional neste ano também foram responsáveis pela retomada de ingressos líquidos de recursos.

Sendo assim, o registro ao longo do ano de uma estrutura financeira tipicamente *hedge* com o *IFE* na média anual de 0,73, esteve fortemente associado ao ajuste nas contas externas em decorrência da deterioração das condições de financiamento como resposta as incertezas acerca do novo governo, e também, principalmente, ao aumento significativo na liquidez internacional, que refletiu o patamar reduzido das taxas de juros nos Estados Unidos, além é claro do crescimento ascendente do superávit na balança comercial.

A tendência de alta no saldo comercial do país também se confirmou em 2004 com um novo recorde no superávit comercial de US\$ 33,7 bilhões refletindo um aumento de 32% nas exportações (gráfico 3).

Essa evolução favorável do comércio externo para o país esteve, em grande medida, relacionada às políticas de promoção das exportações adotadas nos últimos anos, e que consistiam praticamente na desoneração fiscal das exportações, na ampliação de mercados e na diversificação da pauta de produtos exportados. A desvalorização cambial com uma taxa de câmbio situada na média superior a 2,70 R\$/US\$, também repercutiu positivamente para essa evolução.

Assim como em 2003, o principal responsável pelo aumento nas vendas externas foram os produtos manufaturados, responsáveis por 26,1% neste aumento. Segundo o Relatório anual do Bacen (2004, p. 114):

Os principais responsáveis pelo aumento do *quantum* exportado foram produtos tradicionais na pauta de manufaturados, a exemplo daqueles ligados à indústria automobilística, aviões, tratores e máquinas de terraplanagem e perfuração. Assinale-se ainda, o surgimento de novos produtos manufaturados destinados ao mercado externo em 2004, como o álcool etílico e obras de marcenaria para as construções, ratificando o processo de diversificação de mercados e de produtos na pauta brasileira.

Esta diversificação na pauta de produtos exportados principalmente na categoria dos manufaturados representa uma eminente redução na fragilidade externa associada à composição do saldo comercial, pois entende-se que os produtos manufaturados, ao contrário dos produtos básicos, possuem maior valor agregado, tornam-se mais especializados e decorrem de uma cadeia produtiva mais extensa e sofisticada, o que garante sua melhor colocação no comércio internacional e a obtenção de preços mais atraentes. Por outro lado, políticas públicas implementadas em 2003 na tentativa da redução dos estrangulamentos do comércio externo, entre elas as Parcerias Público-Privadas (PPP's), ainda parecem incipientes para garantir a sustentabilidade do comércio exterior.

Assim como nos últimos anos, o superávit comercial tem sido o grande responsável pelos ingressos líquidos de recursos externos no país, amenizando o déficit histórico nas transações correntes. Neste ano, as exportações responderam por cerca de 16% do PIB, o que só vem afirmar a sua importância para o equilíbrio das contas externas.

No âmbito da captação de recursos externos na forma de investimentos e financiamentos, mesmo com a retomada da confiança dos investidores internacionais, houve uma retração na captação de recursos externos em relação a 2003. Em parte, esta redução esteve associada à redução da demanda por crédito por parte das empresas nacionais que já se encontravam capitalizadas, e devido ao custo significativo das operações de *hedge* cambial<sup>35</sup>, optaram por captar recursos no mercado doméstico. A opção governamental da não-rolagem das suas obrigações externas, também contribuiu para esta redução na captação de recursos externos, ao mesmo tempo em que reduziu a dívida externa repercutindo positivamente nos indicadores de vulnerabilidade externa e não impactando o mercado cambial.

Os investimentos estrangeiros diretos apresentaram em 2004 uma melhora em relação aos anos anteriores, porém, ainda muito inferior aos níveis registrados em 2000, o que não garantiu um ingresso significativo de recursos.

Na análise no gráfico 4 é verificado que no segundo trimestre de 2004 houve uma redução no nível das reservas internacionais e um aumento no *IFE* (1,04) que registrou neste período um estrutura financeira do tipo especulativa ou *Ponzi*. Em grande medida, este acontecimento esteve associado aos desembolsos significativos do Tesouro Nacional decorrentes da concentração de vencimentos do serviço da dívida externa em maio deste ano, sendo assim, um evento pontual.

---

<sup>35</sup> Firms com dívidas em dólares compram títulos reajustados pela taxa cambial; havendo desvalorização do real, o aumento de valor dos títulos compensa o crescimento do montante em reais, da dívida.

De uma forma geral, o *IFE* registrou uma postura financeira do tipo *hedge* ao longo de 2004, o que pode ser confirmado através da recomposição das reservas internacionais e do impressionante superávit de US\$ 11,7 bilhões nas transações correntes o que reduziu a necessidade de financiamento externo, e esteve em grande medida associado ao também impressionante superávit na balança comercial. Este quadro externo positivo registrado em 2004, só vem reforçar a nova trajetória que a economia brasileira passou a trilhar a partir de 1999 com a adoção do novo regime cambial principalmente com a reversão da balança comercial.

Em 2005, a trajetória ascendente do saldo comercial também se confirmou, o superávit este ano chegou a um novo recorde de US\$ 44,8 bilhões. O crescimento mundial robusto registrado nos últimos anos e a elevação dos preços dos principais produtos brasileiros de exportação parecem ter contribuído para este resultado.

Os produtos manufaturados ainda foram os principais responsáveis pelo incremento nas vendas externas com um *quantum* exportado de 11%, um resultado relativamente baixo em comparação a 2004, o que em grande medida reflete a apreciação cambial sofrida nos últimos meses. Na análise simultânea dos gráficos 3 e 5, podemos observar o rápido incremento nas reservas internacionais o que em grande medida está sendo responsável pela valorização cambial do período, o que se apresenta atualmente com um entrave a sustentabilidade das exportações.

Mais uma vez a importância da balança comercial se confirma para o ajuste das contas externas. Em 2005 o saldo das transações correntes foi superavitário em US\$ 14,19 bilhões o que representa uma redução da necessidade de financiamento externo e conseqüentemente da vulnerabilidade externa da economia brasileira. No entanto, como já foi discutido anteriormente, a forte dependência da balança comercial para o equilíbrio do balanço de pagamentos, traz consigo um eminente caráter de fragilidade, que em tempos de valorização cambial se confirma.

A excelente performance exportadora associada à recomposição das reservas internacionais e a evolução das transações correntes permitiram uma melhor percepção dos investidores internacionais acerca da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Principalmente com a redução de passivos externos e a antecipação do pagamento das obrigações com o FMI, isso se confirmou, sinalizando aos investidores internacionais uma situação econômica favorável e com risco reduzido. Estes aspectos favoráveis permitiram que o país tornasse-se novamente um pólo atrativo para a diversificação internacional de *portfólio*,

além da aceitação da colocação de bônus no mercado internacional e com a redução no diferencial de taxa de juros.

O fluxo de investimentos estrangeiros diretos, em âmbito mundial, passou a se recuperar em 2005 sinalizando o fim do período de declínio iniciado em 2001. Mas ainda apresentando para a economia brasileira resultados pouco significativos no total de ingresso de recursos externos.

Diante deste quadro positivo, ou seja, a forte liquidez internacional, o expressivo ingresso de divisas, a recuperação das reservas internacionais e as condições favoráveis de acesso ao mercado financeiro internacional, possibilitaram a adoção de uma estratégia de redução da vulnerabilidade externa, em grande medida pautada na redução de passivos externos (RELATÓRIO BACEN, 2005).

Sendo assim, ao longo deste ano registrou-se para a economia brasileira uma estrutura financeira do tipo *hedge* com *IFE* na média anual em 0,76 conforme o gráfico 4, o que representou um influxo de recurso externos que possibilitou a composição das reservas internacionais e o equilíbrio das contas externas, sinalizando o período de forte estabilidade econômica internacional.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No início da década de 1990, um novo projeto de crescimento econômico começa a ser esboçado, baseado no binômio: estabilização e abertura econômica tendo como suporte um processo de desestatização da economia. A lógica deste modelo de abertura / estabilização apoiava-se na esperança de que a abertura econômica traria maior bem-estar, eficiência produtiva e crescimento econômico. No entanto, somente a partir de 1994 com a implementação do Plano Real este processo foi de fato consolidado.

O Plano Real, implementado a partir de 1994, tinha como objetivo primordial por fim ao longo período de indexação da economia brasileira e, conseqüentemente, estabilizar a moeda através do fim da memória inflacionária. O sucesso deste plano durante seus primeiros anos de vigência, depois de várias tentativas frustradas de combate à inflação, esteve em grande medida associado ao mecanismo da âncora cambial. Este mecanismo visava à estabilização do nível de preços, através da fixação da taxa de câmbio. O sucesso deste mecanismo, em grande medida, esteve associado às condições externas favoráveis neste período, a saber, abundância de liquidez internacional, elevado patamar de reservas internacionais.

O mecanismo da âncora cambial utilizado como instrumento de promoção da concorrência externa na tentativa da criação de um choque de competitividade e produtividade que pudesse gradualmente eliminar as distorções de mercado provocadas pelo longo período de indexação da economia brasileira, se mostrou totalmente adverso no tocante as contas externas.

A valorização cambial, decorrente desta estratégia, eliminou gradualmente os sucessivos superávits comerciais, os quais se transformaram em recorrentes déficits, levando a um forte impacto negativo na conta corrente. A abertura da economia, a apreciação da taxa de câmbio e o aumento na demanda agregada, que acompanharam a drástica redução inflacionária pós-Real, elevaram o coeficiente de importações, enquanto o de exportações se manteve durante um longo período em patamares inferiores aos registrados antes da abertura.

Este quadro econômico terminou por impactar o grau de fragilidade externa da economia brasileira. Os recorrentes déficits em transações correntes foram agravados pela reversão da balança comercial, o que necessariamente teria que ser financiado pela atração de fluxos de capitais externos. A manutenção de uma política cambial que garantisse uma taxa de câmbio fixa e extremamente apreciada, associada a uma forte dependência de capitais externos, delegou à taxa de juros o papel de corrigir os desequilíbrios no balanço de

pagamentos nos vários episódios de crises financeiras internacionais e seus efeitos contágio sobre a economia brasileira, aumentando também a vulnerabilidade externa em meio à alta volatilidade dos capitais externos.

O período que vai de 1994 à 1999, período em que a taxa de câmbio se manteve apreciada e relativamente fixa (sofrendo pequenas desvalorizações periódicas) resultou em um período de grande fragilidade externa, deixando a economia brasileira altamente vulnerável aos choques adversos (efeito tequila - 1994, crise asiática - 1997 e russa - 1998).

Durante este período, que foi palco de sucessivas crises financeiras internacionais, o *IFE* registrou por inúmeras vezes estruturas financeiras do tipo especulativa ou Ponzi. Estes registros sempre vieram acompanhados por fortes déficits na balança comercial, perdas significativas de reservas internacionais e elevação da taxa de juros. Estes aspectos nos permitem concluir que a política cambial praticada neste período conjugada a mobilidade de capitais e a liberdade comercial, não foram de encontro aos resultados esperados<sup>36</sup> pelos *policy makers*, e aumentaram consideravelmente o grau de fragilidade externa da economia brasileira deixando-a altamente vulnerável aos choques adversos ocorridos no cenário internacional.

Em janeiro de 1999, a fuga de capitais (iniciada em agosto de 1998 com a crise russa) e a rápida perda de reservas cambiais, mesmo com elevadas taxas de juros, tornaram insustentável a manutenção do sistema de bandas cambiais. Houve, então, uma forte desvalorização da moeda nacional e o Banco Central adotou o sistema de livre flutuação cambial.

A partir de janeiro de 1999, com a flutuação cambial, a principal variável de ajuste aos desequilíbrios nas contas externas passou a ser a taxa de câmbio, relegando a taxa de juros seu principal papel, o de instrumento e política monetária.

Ainda em janeiro de 1999 em decorrência da liberalização cambial, a taxa de câmbio sofreu uma forte desvalorização que gradualmente foi reduzindo os déficits na balança comercial, e em 2001 a economia brasileira já apresentava uma trajetória ascendente no superávit comercial, inclusive registrando recordes históricos.

Com a melhora no saldo comercial, os desequilíbrios no balanço de pagamentos foram amenizados e conseqüentemente houve uma melhora na avaliação da fragilidade externa do país logo refletida no *IFE* que passou a registrar constantemente estruturas financeiras do tipo

---

<sup>36</sup> Acreditava-se que o aumento das importações, como conseqüência da valorização cambial, apesar de gerar déficits comerciais durante um período, a médio prazo fosse impactar positivamente no aumento da competitividade dos produtos brasileiros alavancando as exportações.

*hedge*. No entanto, o novo padrão de financiamento das transações correntes, adotado com a abertura financeira, deixou a economia brasileira altamente vulnerável às condições de financiamentos internacionais. O influxo de capitais compensatórios, cuja atração consiste nas melhores condições de reprodução desse capital, associado ao seu perfil de curto prazo e a sua alta volatilidade, colocou a economia brasileira constantemente em dependência da estabilidade do cenário econômico internacional para o ajustamento das contas externas.

Em 2001, com os atentados terroristas nos Estados Unidos e o desencadeamento da crise Argentina, os fluxos de capitais indispensáveis ao fechamento das contas externas sofreram uma forte reversão e associado aos efeitos da crise sobre a demanda externa de produtos brasileiros, novamente o *IFE* passou a registrar estruturas financeiras do tipo especulativa ou *Ponzi*. Esta situação veio a se repetir em 2002, com confirmação dos resultados das eleições presidenciais, através das pesquisas eleitorais que apontavam a vitória do candidato Lula, alimentando as desconfianças dos investidores internacionais. Perda de reservas internacionais e elevação da taxa de juros, foram conseqüências dessa fragilidade da economia brasileira.

A partir de 2001, com a melhora no saldo comercial a economia brasileira entra numa fase de “potencial” fragilidade financeira externa devido a concentração da pauta de produtos exportados em *commodities*. Uma vez que os produtos primários apresentam alta volatilidade de preços e são os primeiros produtos a sofrerem redução da demanda externa em períodos de turbulência no cenário econômico internacional, além é claro, do forte protecionismo comercial praticado pelas economias desenvolvidas. A estratégia de diversificação de mercados adotada nos últimos anos pode ser uma solução para a amenização deste problema, mas até agora não se apresentou com uma solução definitiva.

A apreciação cambial dos últimos anos, embora ainda não tenha impactado de maneira significativa à fragilidade externa da economia brasileira, vem preocupando vários economistas e os profissionais do setor exportador. Pois, a perda de competitividade dos produtos brasileiros no mercado externo, além dos efeitos perversos no âmbito interno da economia brasileira, pode vir a fragilizar financeiramente a economia, tendo em vista que os recursos externos provenientes das exportações são de longe o maior fluxo de fundos ingressantes no país.

Com base nas análises realizadas e nos resultados até aqui encontrados, podemos, concluir com ressalvas, que a política cambial adotada com a implementação do Plano Real foi mal calibrada. Não no princípio da apreciação cambial como suporte para a âncora cambial, mas no longo período em que prevaleceu esta estratégia. O câmbio apreciado e

relativamente fixo relegou a taxa de juros o papel de ajustar as contas externas e deixou a economia brasileira demasiadamente suscetível a ataques especulativos contra o Real.

A taxa básica de juros por um longo período permaneceu em patamares elevadíssimos, o que inibiu o crescimento econômico, e o novo padrão de financiamento das transações correntes deixou a economia brasileira altamente vulnerável aos choques externos o que a fragilizou consideravelmente.

O período pós-desvalorização do Real, apesar da melhora no saldo comercial e conseqüentemente nos graus de fragilidade externa, não implicou em nenhuma mudança no padrão de financiamento das transações correntes. O influxo de capitais externos continuou sendo responsável pelo fechamento das contas externas e trazendo consigo o eminente caráter de vulnerabilidade externa, que pode ser constatado com o acirramento da crise Argentina e os atentados terroristas em 2001, e também com aumento da desconfiança dos investidores internacionais com a provável eleição do atual presidente Luiz Inaceo Lula da Silva.

Para Minsky, a instabilidade financeira das modernas economias capitalistas é fruto da própria estrutura dos mecanismos de mercado, ou seja, o cerne de uma crise financeira encontra-se no próprio e rotineiro funcionamento da economia, sendo independente da ocorrência de choques exógenos, daí, seu caráter endógeno.

Dentro desta linha de argumentação, e apoiado nos resultados deste trabalho de pesquisa, podemos concluir, sem a menor pretensão de ser definitivo, que a própria melhora no saldo comercial e nos fundamentos macroeconômicos (principalmente a estabilização monetária) da economia brasileira, podem levar o país a uma situação de potencial fragilidade financeira externa.

A extraordinária performance do setor exportador tem feito adentrar no país um volume cada vez maior de divisas, e a melhora nos fundamentos macroeconômicos associada a uma elevada taxa de juros, tem atraído cada vez mais investimentos diretos e de *portfólio*. O excesso de reservas internacionais no mercado cambial tem provocado constantemente a apreciação do Real, o que vem preocupando vários economistas e profissionais do setor exportador.

Esta apreciação cambial, embora ainda não tenha impactado de maneira significativa a estrutura financeira do país, pode vir a reverter ou reduzir o ritmo de crescimento das exportações com redução da renda dos exportadores em moeda nacional, além do seu efeito multiplicador ao longo de toda a cadeia produtiva dos bens exportáveis.

Neste sentido, recomenda-se que este ponto específico seja fruto de novas pesquisas diante da sua complexidade e relevância para a economia brasileira na atualidade.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório anual**, vários números. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br>> e acessado em: out. 2006.

BIELSCHOWSKY, Ricardo (coord.). **Investimentos e reformas no Brasil: indústria e infraestrutura nos anos 1990**. Brasília: IPEA, 2002.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 3. ed. São Paulo: Pearson, 2004.

CARNEIRO, R. **A Globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas**. 1999, disponível em: <[www.ie.unicamp.br](http://www.ie.unicamp.br)> e acessado em: jan. 2006.

\_\_\_\_\_. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: UNESP, 2002.

CASTELLS, Manuel. **A Sociedade em Rede**. 2. ed. São Paulo: Paz e Terra, 1999.

CASTRO, L. B. de. “Privatização, Abertura e Desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990-1994)”. In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira e Contemporânea (1945 - 2004)**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2005.

CAVALCANTE, Francisco, MISUMI, Jorge e, RUDGE, Luiz Fernando. **Mercados de capitais: o que é, como funciona**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

COSTA, Fernando Nogueira. **Fragilidade Financeira**. Revista Espaço Acadêmico – ano II – nº 19, Dezembro de 2002.

DEOS, S.S. (1998) A hipótese de instabilidade financeira de Minsky: uma interpretação. **Economia em Revista**, vol. 6, nº 1, junho.

DE PAULA, L.F.R. & ALVES JÚNIOR, A.J. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 1, (jan.-mar. de 1999).

CUNHA, A. M. & FERRARI, A. **As origens da crise Argentina: uma sugestão de interpretação**. 2005, disponível em: <[www.ppge.ufgrs.br](http://www.ppge.ufgrs.br)> e acessado em dez. 2006.

FUNDAÇÃO CENTRO DE ESTUDOS DO COMÉRCIO EXTERIOR. **Relatório de comércio exterior**. Ano VI, nº 02: fev. 2002.

GIAMBIAGI, F. “Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC”. In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira e Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2005.

HARTMANN, Patrícia A. & LIMA, Gerson. O movimento de capitais externos e o crescimento econômico. **Revista FAE**, v. 4, n. 3. Curitiba, (set.-dez. de 2001).

HENDERSON, D. R. **Fluxo de capitais tem de ter liberdade?** 1998, disponível em: <[www.economiabr.net](http://www.economiabr.net)> e acessado em: fev. 2006.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Editora Atlas, 1992.

KRUGMAN, Paul R. & OBSTFELD, Maurice. **Economia internacional: teoria e política**. 6. ed. São Paulo: Pearson, 2005.

LIBÂNIO, Gilberto de Assis. Macroeconomia moderna: Keynes e os keynesianos. **Nova economia**, v. 10, n. 2, dez. 2000.

MARION, José Carlos. **Contabilidade Empresarial**. São Paulo : Atlas, 1998.

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

\_\_\_\_\_ **Can it happen again?** Essays on stability and finance. New York: M. E. Sharp, 1982.

\_\_\_\_\_ **Satabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

\_\_\_\_\_ “Financiamento e Lucros”. **Cadernos Ange**, textos didáticos nº 2, 1992.

\_\_\_\_\_ **Integração financeira e política monetária**. *Economia e Sociedade*, nº 3, dez.1994.

MISHKIN, F. S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

OREIRO, José Luiz. **Economia pós-keynesiana**: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos. 2006, disponível em: <[www.joseluizoreiro.ecn.br](http://www.joseluizoreiro.ecn.br)> e acessado em nov. 2006.

PASSOS, C. R. M., NOGAMI, O. **Fundamentos de economia**. São Paulo: Terra, 1994.

PUDWELL, C. A. M. **Fluxos de capitais**: liberdade ou controle? 2003, disponível em: <[www.face.pucrs.br](http://www.face.pucrs.br)> e acessado em : jan. 2006.

SANDRONI, Paulo. **Dicionário de economia do século XXI**. São Paulo: Record, 2005.

SICSÚ, João, SOBREIRA, Rogério, e SCHULTZ, Victor. Uma nota introdutória ao artigo “Financiamento e Lucros” de H. Minsky. **Cadernos Ange**, textos didáticos nº 2, 1992.

SILVA, J. C. F. **Modelos de análise macroeconômica**: um curso completo de macroeconomia. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

STUDART, R. O financiamento do desenvolvimento. In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira e Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2005.

TOLEDO, Joaquim Elói Cirne de. **Risco-Brasil**: o efeito-Lula e os efeitos-Banco Central. *Revista de Economia Política*, vol. 22, nº 3: São Paulo, 2002.

VELASCO, Eliana. **A taxa de câmbio e os fundamentos macroeconômicos**. *Revista Fae Business*, n. 1: nov. 2001.

ZINI JR., A. A. **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil**. 2. ed. São Paulo: EDUSP, 1995.

## **ANEXOS**

## ANEXO A - Dados utilizados para o cálculo do *IFE* e para a elaboração dos gráficos.

Tabela 2 – Dados utilizados para o cálculo do *IFE* e para a elaboração dos gráficos.

PERÍODO	$\sum$ DECME I (US\$ Milhões)	$\sum$ DICME (US\$ Milhões)	<i>IFE</i>	RESERVAS (US\$ Milhões)	TAXA DE CÂMBIO (R\$/US\$)	SELIC (% a. m.)	BALANÇA COMERCIAL (US\$ Milhões)
T1 1994	16162,88	20473,89	0,79	36738,00	0,89	43,72	2828,15
T2 1994	59337,83	64351,35	0,92	40859,33	0,85	48,36	3949,27
T3 1994	21962,59	24371,79	0,90	43175,33	0,86	4,96	4251,02
T4 1994	27819,38	26846,03	1,04	41196,00	0,91	3,83	-561,97
T1 1995	29000,39	19155,79	1,51	36672,67	0,95	3,63	-2287,17
T2 1995	29248,81	26860,68	1,09	33043,33	0,97	4,18	-1938,61
T3 1995	25987,88	32569,73	0,80	46065,33	0,98	3,73	577,36
T4 1995	28950,96	29772,11	0,97	50930,33	1,00	2,91	182,80
T1 1996	26591,01	27056,89	0,98	55029,00	1,02	2,38	-465,24
T2 1996	27657,34	32331,75	0,86	58720,00	1,03	2,02	126,14
T3 1996	29892,74	28369,73	1,05	59313,00	1,05	1,93	-1261,77
T4 1996	35873,32	37702,18	0,95	59727,00	1,07	1,82	-3998,18
T1 1997	27349,63	30243,82	0,90	59112,00	1,09	1,68	-831,97
T2 1997	41261,60	46050,93	0,90	57688,33	1,11	1,62	-1331,96
T3 1997	39727,20	50412,13	0,79	61772,67	1,13	1,59	-1685,90
T4 1997	52780,04	48490,03	1,09	52632,67	1,15	2,56	-2903,06
T1 1998	32528,10	50279,93	0,65	60159,82	1,18	2,33	-1837,79
T2 1998	38553,51	51019,62	0,76	72793,60	1,20	1,65	10,73
T3 1998	52844,00	48147,99	1,10	61118,01	1,92	1,89	-1775,49
T4 1998	46003,12	54148,49	0,85	42710,20	1,72	2,66	-2971,96
T1 1999	42204,46	34286,92	1,23	35147,05	1,88	2,63	-815,50
T2 1999	41468,05	52747,20	0,79	43323,65	1,89	2,01	199,68
T3 1999	34368,02	37006,87	0,93	42212,12	1,77	1,57	-150,12
T4 1999	44070,18	45028,26	0,98	39523,40	1,81	1,46	-432,93
T1 2000	32683,72	38183,88	0,86	38374,67	1,81	1,45	-18,63
T2 2000	33476,64	38019,76	0,88	28518,67	1,94	1,39	804,39
T3 2000	43509,24	51172,51	0,85	30676,67	2,06	1,31	-109,57
T4 2000	38403,77	41049,54	0,94	31979,00	2,28	1,24	-1373,94
T1 2001	37501,38	38519,27	0,97	35139,35	2,55	1,18	-678,45
T2 2001	40775,32	42023,32	0,97	35809,93	2,52	1,27	611,49
T3 2001	33178,92	41305,62	0,80	37301,68	2,36	1,47	1331,56
T4 2001	38362,70	35649,56	1,08	36864,18	2,58	1,44	1385,86
T1 2002	29406,02	31251,51	0,94	36264,83	3,45	1,38	1027,42
T2 2002	31192,46	41591,51	0,75	35965,02	3,60	1,41	1558,49
T3 2002	36059,96	39691,11	0,91	38361,06	3,48	1,45	5266,26
T4 2002	35797,18	37955,19	0,94	36423,44	2,91	1,64	5269,12
T1 2003	27348,15	33584,45	0,81	39879,03	2,95	1,86	3804,64
T2 2003	28966,26	46178,77	0,63	44276,28	2,90	1,90	6593,29
T3 2003	32567,68	43432,45	0,75	49371,35	2,92	1,85	7392,31
T4 2003	33218,75	43292,26	0,77	52605,37	3,06	1,45	7003,69
T1 2004	31943,05	38789,20	0,82	52611,15	2,94	1,24	6124,75
T2 2004	42482,36	40555,20	1,05	50280,72	2,75	1,21	8862,27
T3 2004	39868,83	50872,07	0,78	49585,41	2,63	1,28	10065,67
T4 2004	44939,57	52644,10	0,85	50828,07	2,43	1,32	8587,85
T1 2005	37670,00	49456,34	0,76	58333,00	2,33	1,38	8304,51
T2 2005	47577,74	54983,73	0,87	60728,40	2,27	1,50	11353,98
T3 2005	55600,82	69263,07	0,80	55590,37	2,17	1,56	12981,65
T4 2005	43808,26	67512,94	0,65	59440,33	--	1,42	12107,95

