

Análise da vulnerabilidade externa da economia brasileira para o período 1999-2008: uma abordagem pós-keynesiana

Antonio Corrêa de Lacerda (PUC-SP)¹

Alexandre da Silva de Oliveira (PUC-SP)²

Seção Ordinária

Área 2: História Econômica e Social Brasileira

Sub-área: 2.3. Economia Brasileira Contemporânea

Resumo: o artigo analisa a questão do financiamento do balanço de pagamentos e da vulnerabilidade externa da economia brasileira no período 1999-2008, fundamentada no referencial teórico pós-keynesiano, principalmente por meio da abordagem da fragilidade financeira no sentido minskyano. Os dados empíricos serão tratados através da análise da evolução do balanço de pagamentos no período, focalizando os impactos nas condições de financiamento do balanço de pagamentos brasileiro sobre a vulnerabilidade externa do país. A hipótese do artigo é que os vultosos fluxos de capitais internacionais direcionados ao Brasil reduziram o grau de vulnerabilidade externa, sob o ponto de vista do financiamento do balanço de pagamentos, em comparação à período anteriores. Apesar da melhora nos indicadores de fragilidade externa, esta não é uma situação suficiente para imunizar a economia brasileira de efeitos da instabilidade das crises externas.

Palavras-chave: financiamento do balanço de pagamentos, restrição externa, vulnerabilidade externa.

Abstract: this paper analyses the issue of the balance of payments' financing and the external vulnerability of the Brazilian economy from 1999, based on post-Keynesian theoretical framework, mainly through the financial fragility towards Minsky's approach. Empirical data will be treated by analyzing the evolution of the balance of payments in the period 1999-2008, focusing on the impacts in terms of financing the Brazilian balance of payments on the country's external vulnerability. The hypothesis of this paper is that the huge international capital flows directed to Brazil reduced the degree of external vulnerability, under the terms of the financing of balance of payments, compared to the previous period. Despite improvements in these indicators of external fragility, this is not sufficient to immunize the Brazilian economy to external effects of systemic crises.

Key-words: financing of balance of payments, external constraint, external vulnerability.

¹ Professor Doutor do Departamento de Economia da FEA-PUC-SP.

² Mestrando do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da PUC-SP.

Introdução

O artigo analisa a questão do financiamento e da vulnerabilidade externa da economia brasileira, especialmente no período 1999-2008. Serão abordados os impactos das condições de financiamento do balanço de pagamentos brasileiro sobre a vulnerabilidade externa do país. A hipótese é que os vultosos fluxos de capitais internacionais direcionados ao Brasil reduziram relativamente o grau de vulnerabilidade externa do país, sob o ponto de vista do financiamento do balanço de pagamentos, comparativamente à período anteriores. Essa hipótese será testada por meio de indicadores de solvência externa. Será avaliado ainda o crescimento do passivo externo e suas implicações sobre as condições de restrição externa da economia brasileira.

Tendo em vista a constituição do balanço de pagamentos brasileiro, historicamente criou-se uma enorme rigidez na conta de serviços de fatores, o que exige superávits crescentes na balança comercial, especialmente diante da crise de liquidez observada a partir de 2007 no mercado internacional.

Subdividido em três seções, o artigo, na seção 1 apresenta a abordagem da fragilidade de Minsky, no contexto da crise financeira internacional, com ênfase no papel das expectativas e das incertezas das unidades econômicas e sua influência sobre o processo de instabilidade financeira no capitalismo. Na seção 2, é analisada a evolução do balanço de pagamentos brasileiro no período 1999-2008, assim como implicações para o desempenho do passivo externo. Na seção 3, são abordados os impactos da evolução do balanço de pagamentos sobre alguns dos principais indicadores de vulnerabilidade externa do país. Com base na utilização de indicadores de solvência, procura-se verificar os impactos das condições de financiamento do balanço de pagamentos brasileiro sobre a vulnerabilidade externa do país.

A hipótese é que os fluxos de capitais internacionais direcionados ao Brasil no período 1999-2008 reduziram o grau de vulnerabilidade externa do país, sob o ponto de vista do financiamento do balanço de pagamentos, comparativamente a períodos anteriores. Esta hipótese será verificada por meio da construção de um índice de fragilidade financeira externa (IFE), assim como outros indicadores de solvência externa do país.

A questão do passivo externo também é analisada, focalizando o papel dos investimentos estrangeiros diretos e das reservas internacionais. O quadro de restrição externa para o crescimento sustentado da economia brasileira somente será superado com uma melhora significativa na posição do balanço de pagamentos. Isso pressupõe um aperfeiçoamento das políticas macroeconômicas e passa pela articulação de um novo

modelo de desenvolvimento que leve em conta os riscos e oportunidades inerentes à globalização financeira.

1. A Abordagem da fragilidade financeira à la Minsky no contexto da crise financeira internacional

A crise financeira internacional, originada nos mercados de crédito de alto risco (*subprime*) nos EUA, que eclodiu em meados de 2007, adquiriu proporções tais, que passou de uma “crise de crédito clássica” para uma “crise de confiança” nos mercados financeiros. Com a crescente interconexão existente entre as finanças internacionais e entre essas e os setores produtivos, a crise propagou-se intensamente, afetando o desempenho dos principais indicadores de atividade dos países.

As incertezas associadas aos balanços dos grandes bancos norte-americanos, especialmente acerca da situação de seus ativos, levaram a um congelamento dos mercados interbancários. Na dúvida, todos preferem reter seus recursos em caixa, ou em ativos considerados seguros e de elevada liquidez, papel exercido pelos títulos do tesouro norte-americano. A desconfiança mútua entre os bancos e destes para com as empresas e pessoas físicas tem levado a uma situação de preferência pela liquidez. Segundo Keynes, a preferência pela liquidez pode ser definida da seguinte forma:

“(...) is given by schedule of the amounts of his resources, valued in terms of money or of wage-units”, which he will wish to retain in the form of money in different sets of circumstances (...).” (Keynes, 2006, pg. 149).

Sendo assim, as instituições financeiras, elevaram seus critérios de concessão de crédito e *spreads*³ abruptamente, restringindo a oferta de divisas, culminando no “empocamento de crédito” nos mercados internacionais, além de encarecer o custo de financiamento em todo o mundo.

Para reverter este processo e reativar o sistema financeiro internacional, as principais autoridades monetárias dos países desenvolvidos têm articulado uma ação conjunta, promovendo injeções maciças de liquidez nos mercados, principalmente, por meio de empréstimos, financiamentos. Houve, inclusive, a nacionalização (especialmente na Europa) de carteiras de crédito/operações financeiras de instituições financeiras, que detinham os chamados “créditos tóxicos”. Ocorreu também a redução e até mesmo a

³ O conceito amplo de *Spread* é a diferença entre a taxa de aplicação nas operações de financiamento e a taxa de captação de recursos pelas instituições financeiras.

extinção de garantias impostas às instituições financeiras pelas autoridades monetárias, sendo que estas têm assumido a responsabilidade de prestador de última instância.

Neste contexto, a abordagem pós-keynesiana de Hyman Minsky⁴ trata da questão da instabilidade financeira do capitalismo, por meio da sistematização de um arcabouço teórico que abarca fundamentalmente o reconhecimento da importância da formação das expectativas dos agentes no sistema creditício e nas decisões de investimento.

Segundo essa abordagem, as expectativas dos agentes estão associadas às incertezas que norteiam o perfil presente e futuro da rentabilidade e do risco dos projetos de investimentos. Para Minsky, as decisões de investimento, que constituem uma aposta no futuro, em um contexto em que as evoluções das variáveis econômicas pertinentes são imprevisíveis, dependem das condições de financiamento disponíveis:

“(...) a decisão de investir (segundo Minsky) envolve duas decisões: qual tipo de ativo deve ser adquirido e como financiar sua aquisição.(...) a forma de financiar a aquisição de um ativo depende tanto da capacidade de geração interna de fundos pelas firmas como das condições de financiamento oferecidas pelo mercado financeiro.”

(SICSÚ & VIDOTO, 2008, p. 203).

Uma análise de cunho minskyano da atual crise financeira relaciona a crescente procura generalizada por moeda ao pânico verificado nos mercados financeiros. Ocorre uma maior preferência pela liquidez dos agentes. Na crise recente, o problema não foi a falta de liquidez em si, mas, o “empocamento” da liquidez, como sustentam Oreiro & Basilio:

“ (...) os bancos não emprestam não porque lhes falte liquidez, mas porque receiam que esses empréstimos possam não ser pagos. “. (Oreiro & Basilio, 2008, pg. 61).

Este processo tem contribuído como fator principal para agravar a queda dos preços dos ativos. O colapso dos preços dos ativos, as restrições dos mercados de crédito e a conseqüente queda do investimento provocaram um processo deflacionário com conseqüências graves para os setores reais da economia internacional.

No contexto de uma economia aberta, a 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 nas suas

⁴ Economista norte-americano, expoente da tradição pós-keynesiana, que tratou, entre outros temas da hipótese da instabilidade financeira do capitalismo.

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. A fragilidade financeira dos agentes decorre das suas estruturas de capital, como a relação entre o serviço da dívida e o faturamento líquido necessário para compensar o serviço do estoque desta mesma dívida.

No caso de não haver geração de 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, agravando o pânico no mercado.

Neste sentido, o conceito de fragilidade financeira denota uma interdependência com a estrutura de capital das empresas e, principalmente, com a estratégia de investimento e gerenciamento desta estrutura. Isso, além de condicionar os novos investimentos, pode gerar obrigações futuras que, devido às incertezas e à volatilidade dos mercados financeiros, pode vir a superar a sua capacidade de geração de caixa. Dessa forma, o grau de fragilidade financeira não é somente percebido por meio 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: (1) Estruturas financeiras hedge⁵.

“Hedge finance takes place when the cash flows from operations are expected to be large enough to meet the payment commitments on debts. Speculative finance takes place when the cash flow from operations are not expected to be large enough to meet payment commitments, even though the present value of expected cash receipts is greater than the present value of payment commitments.”

(Minsky, 1982, pg. 67).

Outras estruturas também são definidas por Minsky, como estruturas financeiras especulativas⁶, e estruturas financeiras Ponzi⁷.

⁵ unidades econômicas com características pelas 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, ou seja, 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.

⁶ unidades econômicas com características pelas quais o retorno esperado dos investimentos em ativos de capital é superior ao das obrigações geradas por este mesmo investimento, não sendo capazes de amortizar os financiamentos, sendo uma das principais características a constante necessidade de refinanciamento, indispensáveis para o pagamento do principal.

“(...) Speculating units expect to fulfill obligations by raising funds by new debts. [...] Ponzi finance — a situation in which cash payments commitments on debt are met by increasing the amount of debt outstanding. Ponzi financing units cannot carry on too long. Feedbacks from revealed financial weakness of some units affect the willingness of bankers and businessmen to debt finance a wide variety of organizations. Quite suddenly a panic can develop as pressure to lower debt ratios increases”.

(Minsky, 1982, pg. 67).

Entretanto, ao depender dos mercados financeiros para o financiamento e refinanciamento das dívidas, a estrutura financeira adquire um caráter instável, decorrente da volatilidade destes mercados, que também se faz responsável pela transição de unidades econômicas do tipo *hedge*, em unidades do tipo especulativa, ou *Ponzi*. Neste sentido, o endividamento apresenta um caráter cíclico, e inerentemente instável, dada a estrutura de financiamento constituída 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, 1986)

Minsky argumenta ainda que o núcleo analítico da hipótese de instabilidade financeira está concentrado em condições capitalistas, nas quais o ritmo dos investimentos depende das condições de financiamento, tanto de fontes internas quanto externas, mas, principalmente desta última. Está assim posto, o caráter endógeno e cíclico da hipótese de instabilidade financeira.

Em outras palavras, nos períodos de prosperidade 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 de retorno dos investimentos, que em períodos de prosperidade são comumente reavaliadas positivamente. Sendo assim, essa tendência cíclica e quase natural das economias capitalistas se caracteriza por períodos recorrentes de instabilidade financeira, que só vem reforçar o seu caráter instável.

⁷ unidades econômicas com características pelas 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. É constante a necessidade de refinanciamento, indispensáveis para os pagamentos do principal e dos juros incidentes.

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, contrariamente, um crescimento da postura especulativa, assim como da postura *Ponzi*, indicam um aumento da suscetibilidade da economia à instabilidade financeira.

2. Brasil: a evolução do balanço de pagamentos no período 1999-2008

A partir da análise de Minsky, nesta seção será avaliada a evolução das principais contas do balanço de pagamentos brasileiro, com ênfase no período 1999-2008, visando analisar o grau de vulnerabilidade externa do país e suas consequências.

Nos últimos dez anos o Balanço de Pagamentos Brasileiro apresentou um quadro de transformação. Por um lado, ocorreu uma reversão substancial do desempenho do saldo da balança comercial. De um déficit de quase US\$ 7,0 bilhões registrado nos anos de 1997 e 1998, o saldo evoluiu consistentemente para um expressivo superávit de US\$ 46 bilhões em 2006 e US\$ 40 bilhões em 2007. O déficit do final dos anos noventa foi decorrente não só da abertura comercial do início da década, mas também valorização cambial na primeira fase de implementação do Plano Real (1994-1998).

O superávit foi recuperado com a mudança do regime cambial e a desvalorização a partir de 1999, assim como da melhora do cenário externo nos anos posteriores. A partir de 2002, o bom desempenho do comércio mundial e o crescimento dos preços das *commodities*⁸ foram determinantes para o desempenho exportador brasileiro. Em 2008, o volume de exportações brasileiras registrou uma receita de US\$ 197,9 bilhões, quase quatro vezes o de 1997, de US\$ 52,9 bilhões. Embora as importações tenham mais que dobrado no período, ainda assim foi possível alcançar um expressivo superávit comercial.

A conta de serviços e rendas respondeu parcialmente à mudança cambial pós 1999, quando registrou breve recuo. No entanto, depois de curto interregno, o seu déficit cresceu substancialmente, de cerca de US\$ 25 bilhões em 1997, para US\$ 57,2 bilhões em 2008. As remessas de lucros e dividendos ao exterior, assim como o pagamento de juros sobre a dívida externa foram os fatores preponderantes para esse desempenho.

Por outro lado, os ingressos de fluxos de capitais foram determinantes para o superávit nas contas de capital e financeira de US\$ 88,9 bilhões no ano de 2007, caindo para US\$ 32,9 bilhões em 2008 (Tabela 1).

⁸ De acordo com o Índice CRB (*Commodity Research Bureau*), que é um indicador que representa uma cesta das mais importantes *commodities* negociadas no mercado internacional, o preço médio das *commodities* cresceu cerca de 150%, de 2002 a setembro de 2008.

Tabela 1. Brasil: balanço de pagamentos – 1997-2008 – em US\$ bilhões

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Transações Correntes (a) | -30,5 | -33,4 | -25,3 | -24,2 | -23,3 | -7,6 | 4,2 | 11,7 | 14,0 | 13,6 | 1,7 | -28,3 |
| Balança Comercial | -6,8 | -6,6 | -1,2 | -0,7 | 2,6 | 13,2 | 24,8 | 33,7 | 44,7 | 46,4 | 40,0 | 24,7 |
| Exportações | 52,9 | 51,1 | 48,0 | 55,1 | 58,2 | 60,4 | 73,1 | 96,5 | 118,3 | 137,8 | 160,6 | 197,9 |
| Importações | -59,7 | -57,7 | -49,2 | -55,8 | -55,6 | -47,2 | -48,3 | -62,8 | -73,6 | -91,4 | -120,6 | 173,2 |
| Serviços e rendas | -25,5 | -28,3 | -25,8 | -25,0 | -27,5 | -23,1 | -23,5 | -25,2 | -34,3 | -37,1 | -42,3 | -57,2 |
| Transferências Unilaterais | 1,8 | 1,5 | 1,7 | 1,5 | 1,6 | 2,3 | 2,9 | 3,2 | 3,6 | 4,3 | 4,0 | 4,2 |
| Conta de Capital e Financeira (b) | 25,9 | 29,7 | 17,3 | 19,3 | 27,0 | 8,0 | 5,1 | -7,5 | -9,4 | 16,3 | 88,9 | 32,9 |
| Investimento direto estrangeiro | 18,9 | 28,9 | 28,6 | 32,8 | 22,5 | 16,6 | 10,1 | 18,1 | 15,1 | 18,9 | 34,6 | 45,0 |
| Investimento em Carteira | 12,6 | 18,1 | 3,8 | 7,0 | 0,8 | -5,1 | 5,3 | -4,8 | 4,9 | 9,1 | 48,4 | 1,1 |
| Derivativos | -0,2 | -0,4 | -0,1 | -0,2 | -0,5 | -0,4 | -0,2 | -0,7 | -0,1 | 0,1 | -0,7 | -0,3 |
| Outros investimentos | -4,8 | -14,3 | -13,6 | -18,2 | 2,8 | -1,1 | -10,4 | -10,8 | -27,5 | 15,7 | 12,9 | 13,1 |
| Outras contas | -0,6 | -2,6 | -1,4 | -2,1 | 1,4 | -2,1 | 0,3 | -9,3 | -1,8 | -27,5 | -6,3 | -26,0 |
| Erros e Omissões (c) | -3,3 | -4,3 | 0,2 | 2,6 | -0,5 | -0,1 | -0,8 | -1,9 | -0,2 | 0,6 | -3,2 | -1,7 |
| Resultado Global Balanço (a+b-c) | -7,9 | -8,0 | -7,8 | -2,3 | 3,2 | 0,3 | 8,5 | 2,3 | 4,4 | 30,5 | 87,4 | 2,9 |

Fonte: Banco Central do Brasil / Elaboração própria.

O impacto das exportações sobre o resultado de transações correntes e o superávit nas contas de capital e financeira são importantes para explicar a reversão do resultado global do balanço de pagamentos. Em 1997, o balanço registrava déficit de US\$ 7,9 bilhões.

O desempenho positivo do balanço de pagamentos observado no final do período analisado foi um dos indicadores da relativa melhora ocorrida nos indicadores de vulnerabilidade externa do país. O aumento dos fluxos de capitais, com maior disponibilidade de fontes de financiamento externo propiciou a elevação do nível de recorde de reservas internacionais do país, que superou os US\$ 200 bilhões no final de 2008, além da redução do endividamento externo do país.

Do lado das contas de capital e financeira, os investimentos diretos estrangeiros (IDE) mantêm papel de destaque, contribuindo significativamente para o total do financiamento das contas externas. Em 2008 foi registrado o recorde de ingressos de IDE, cujo montante atingiu US\$ 45 bilhões de fluxos no ano.

Do ponto de vista macroeconômico, uma questão relevante para o futuro da economia brasileira é o desempenho do passivo externo⁹ uma vez que ele vai ser determinante para influenciar o grau de vulnerabilidade da economia (Lacerda, 2004, p. 73). O passivo externo total cresceu duas vezes e meia no período 1997-2007. O destaque foi o desempenho dos ingressos de IDE, que dobraram no período. No entanto, o desempenho do capital de caráter volátil é preponderante. Os investimentos em carteira se multiplicaram por quatro, enquanto outros investimentos¹⁰ se multiplicaram em doze vezes.

⁹ Total de débitos do país, que equivale ao passivo externo bruto, que são denominados como o montante de compromissos acumulados em moeda forte. Esse passivo engloba não só o acumulado da dívida externa, como o estoque de investimentos estrangeiros (diretos e *portfólio*). O conceito de passivo líquido leva em consideração os ativos dolarizados do país, como reservas cambiais e os depósitos brasileiros no exterior.

¹⁰ Outros investimentos estrangeiros - OIE total (líquido) refere-se ao somatório dos fluxos líquidos dos passivos brasileiros nas modalidades de crédito comercial, empréstimos e financiamentos, moeda e depósito

Os dados indicam uma posição do país como credor internacional no final do período. O total de US\$ 206 bilhões em ativos externos¹¹, superou em 2007 a dívida externa bruta total¹², que se aproximou de US\$ 194 bilhões, tornando negativa a dívida externa líquida¹³ (Tabela 2).

Tabela 2. Brasil: estimativa do Passivo Externo Líquido

Comparação 1997-2007 – em US\$ bilhões

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (A) Passivo Externo Bruto (a+b) | 491,7 | 578,4 | 602,1 | 581,3 | 630,9 | 646,9 | 666,3 | 659,5 | 627,2 | 682,8 | 846,6 |
| Dívida Externa Bruta (a) | 200,0 | 241,6 | 241,5 | 236,2 | 209,9 | 210,7 | 214,9 | 201,4 | 169,5 | 172,5 | 193,6 |
| Médio e Longo Prazo | 159,4 | 202,4 | 203,3 | 196,3 | 176,6 | 178,6 | 179,6 | 166,6 | 135,3 | 129,3 | 118,3 |
| Curto Prazo | 32,2 | 21,3 | 22,3 | 20,7 | 17,2 | 15,1 | 14,8 | 16,0 | 15,7 | 16,4 | 28,0 |
| Empréstimos Intercompanhias | 8,4 | 17,9 | 15,9 | 19,2 | 16,1 | 17,0 | 20,5 | 18,8 | 18,5 | 26,8 | 47,3 |
| Estoque de Investimentos (b) | 291,7 | 336,8 | 360,6 | 345,1 | 421,0 | 436,2 | 451,4 | 458,1 | 457,7 | 510,3 | 653,0 |
| Investimento Direto Estrangeiro (IDE) | 74,2 | 103,0 | 131,7 | 122,2 | 186,9 | 203,4 | 213,6 | 231,8 | 246,8 | 265,7 | 328,0 |
| Investimento em Carteira | 130,4 | 148,9 | 152,5 | 161,2 | 162,0 | 157,3 | 162,4 | 158,4 | 165,0 | 174,1 | 222,2 |
| Derivativos | 0,9 | 1,6 | 2,3 | 2,9 | 3,9 | 5,2 | 6,0 | 7,2 | 7,7 | 8,2 | 9,0 |
| Outros Investimentos (OIE) | 86,2 | 83,3 | 74,1 | 58,8 | 68,2 | 70,3 | 69,4 | 60,7 | 38,2 | 62,3 | 93,8 |
| (B) Ativo Externo (a+b) | 105,9 | 113,6 | 111,6 | 115,6 | 124,2 | 133,1 | 154,9 | 171,5 | 182,2 | 251,4 | 371,3 |
| Estoque de Investimentos (a) | 53,8 | 69,0 | 75,3 | 82,6 | 88,3 | 95,3 | 105,6 | 118,6 | 128,4 | 165,6 | 191,0 |
| Investimento Direto Estrangeiro | 7,8 | 10,7 | 12,4 | 14,6 | 12,4 | 14,9 | 15,1 | 24,9 | 27,4 | 55,6 | 62,7 |
| Investimento em Carteira | 4,0 | 4,5 | 4,2 | 5,9 | 6,7 | 7,0 | 6,9 | 7,6 | 9,4 | 9,4 | 9,1 |
| Derivativos | 0,8 | 1,1 | 1,7 | 2,1 | 2,6 | 3,6 | 4,3 | 4,7 | 5,2 | 5,7 | 5,8 |
| Outros Investimentos (OIB) | 41,2 | 52,7 | 57,0 | 60,0 | 66,6 | 69,8 | 79,3 | 81,4 | 86,4 | 94,9 | 113,4 |
| Reservas Internacionais (b) | 52,1 | 44,6 | 36,3 | 33,0 | 35,9 | 37,8 | 49,3 | 52,9 | 53,8 | 85,8 | 180,3 |
| (A-B) Passivo Externo Líquido | 385,8 | 464,9 | 490,5 | 465,7 | 506,7 | 513,8 | 511,4 | 488,0 | 445,0 | 431,4 | 475,3 |

Fonte: Banco Central do Brasil / Elaboração própria.

Considerando o *conceito amplo de passivo externo*¹⁴, e a análise dos dados apurados, o que se nota é que a posição do passivo externo vem se elevando. O IDE passa a demonstrar maior importância – representando 25% do PIB, a mais elevada taxa entre os BRICs (grupos de países constituído pelo Brasil, Rússia, Índia e China), refletindo sinal de elevado grau de internacionalização da economia brasileira.

Sob o ponto de vista macroeconômico, uma das questões mais importantes para o futuro da economia brasileira é a restrição externa representada pelo crescente passivo externo. O total de débitos do país, que equivale ao passivo externo bruto, é o montante de compromissos acumulados em moeda forte. Esse passivo engloba não só o acumulado da dívida externa, como o estoque de investimentos estrangeiros (diretos e *portfólio*). Já o

e outros passivos. Essas operações são consideradas, separadamente, em curto prazo (até um ano) e longo prazo (maior que um ano), dependendo do prazo original de vencimento das obrigações. (Banco Central do Brasil).

¹¹ O total de ativos corresponde às reservas internacionais acumuladas, créditos brasileiros no exterior e os haveres dos bancos comerciais.

¹² A dívida externa bruta compreende a dívida registrada e a não registrada. (obtidos através do Plano Contábil das Instituições Financeiras Nacionais - Cosif), e os créditos brasileiros no exterior (Banco Central do Brasil).

¹³ A dívida externa líquida é obtida a partir da dívida bruta, subtraindo-se os valores relativos às reservas internacionais no conceito de liquidez internacional, os haveres de bancos comerciais no exterior. (obtidos através do Plano Contábil das Instituições Financeiras Nacionais – COSIF). (Banco Central do Brasil).

¹⁴ Este conceito sinaliza não apenas o total da remuneração do capital de empréstimos, como o conceito de credor ou devedor internacional o faz, mas também pode indicar valores de remuneração de capital de risco.

conceito de passivo líquido desconta os ativos dolarizados do país, como reservas cambiais e os depósitos brasileiros no exterior.

O custo da remuneração do Passivo Externo Líquido (PEL) tem representado uma pressão crescente sobre a conta de serviços do Balanço de Pagamentos, que registra também os demais gastos de serviços, como fretes, seguros e viagens internacionais, entre outros. A evolução do déficit da conta de serviços foi crescente durante longo período, elevando-se de US\$ 15,6 bilhões, em 1993, para US\$ 25,7 bilhões em 1998.

A rigidez do déficit na conta de serviços e o impacto do déficit na balança comercial refletiu diretamente na evolução crescente do déficit em conta corrente, de US\$ 0,6 bilhão (1993) para US\$ 33,6 bilhões em 1998. Somente a partir de 1999, depois da mudança na política cambial, houve uma diminuição do déficit de serviços. Mas a rigidez dessa conta é observada nos anos posteriores.

A questão é que há um desequilíbrio estrutural da balança de serviços, decorrente principalmente da conta de juros e das remessas de lucros e dividendos, que, para ser compensada, depende fundamentalmente da geração de divisas. Essa situação tende a criar uma restrição ao crescimento, na medida em que o financiamento do processo depende da liquidez do mercado internacional, basicamente das estratégias das empresas transnacionais e dos bancos e organismos internacionais.

Ou seja, o crescimento da economia brasileira passa a depender não apenas das iniciativas locais, mas do interesse ou não do direcionamento de recursos externos para o país, o que revela um quadro de elevação de nossa vulnerabilidade externa, tornando-nos extremamente suscetíveis às crises e às mudanças no cenário internacional. (Lacerda, 2006, pg. 21). As reservas internacionais são importantes para enfrentar situações de agravamento de crises nos mercados. Estas não evitam, mas pelo menos minimizam os efeitos das turbulências externas no mercado doméstico.

3. Os impactos sobre o Balanço de Pagamentos e a Vulnerabilidade Externa

Nesta seção são abordados os impactos da evolução do balanço de pagamentos sobre alguns dos principais indicadores de vulnerabilidade externa do país. A vulnerabilidade externa pode ser definida pelo aumento da dependência dos Estados nacionais em relação ao exterior. Segundo define Gonçalves:

“A vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais frente a fatores desestabilizadores ou choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes. A primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de

política disponíveis; e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste frente aos eventos externos. Assim, a vulnerabilidade externa é tão maior quanto menores forem as opções de política e quanto maiores forem os custos do processo de ajuste”.

(Gonçalves, 1998, p. 9).

A vulnerabilidade externa, do ponto de vista econômico, pode-se dar nas dimensões financeira, comercial, tecnológica e produtivo-real. O aumento da vulnerabilidade, de acordo com Minsky, se manifesta na maior fragilidade do país, tanto em conduzir sua política econômica, como em contágio de crises externas. No âmbito das finanças, a vulnerabilidade está associada à crescente dependência de recursos externos para cobrir as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos.

Na área comercial, essa vulnerabilidade aumenta quando cresce o coeficiente de importações, tanto pelo efeito da abertura comercial, seja pela da diminuição das barreiras à entrada de produtos estrangeiros, como da redução dos impostos de importação e eliminação de restrições. Esse processo de vulnerabilização é ainda mais intenso, quando não acompanhado de uma expansão das exportações, o que gera impactos diretos tanto na balança comercial, como na geração de valor agregado local, afetando a capacidade de sobrevivência e o crescimento das empresas e o decorrente impacto sobre o mercado de trabalho.

Nesta seção busca-se analisar o efeito desses processos sobre a economia brasileira, principalmente após a implementação do Plano Real, em 1994, com um foco no período pós-1999, que também coincidiu com uma fase de ampla liquidez no mercado internacional.

É entendimento que as várias dimensões, financeira, comercial, tecnológica e produtiva, têm grande interdependência entre si, por isso se faz necessária uma correlação com os outros aspectos, no intuito de contribuir para uma discussão abrangente da questão no enfoque da economia brasileira atual.

Os impactos do aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira se fazem sentir tanto no que se refere à autonomia das políticas econômicas domésticas, em especial a monetária e cambial, como à capacidade de crescimento. Outro efeito do crescimento do passivo externo é a elevação da demanda por *hedge*, que implica uma pressão significativa sobre as taxas de câmbio.

As limitações impostas para a autonomia das políticas macroeconômicas domésticas tornam instáveis o nível de atividade e os demais indicadores da economia. O

resultado é que o desempenho da economia nacional tende a ficar cada vez mais dependente do que ocorre no cenário internacional. Crises localizadas em outros países em desenvolvimento tendem a influenciar os demais, principalmente aqueles que dependem de financiamento externo.

Nos momentos de turbulências, os mercados ficam mais seletivos, diminuindo as suas aplicações nos países considerados de maior risco e isso cria um campo fértil para a especulação e a instabilidade, muitas vezes inviabilizando o crescimento econômico sustentado. No período 1995-1998, que sucedeu a introdução do Plano Real, houve a sobrevalorização cambial, o que aliada à abertura da economia, incentivou significativamente o aumento das importações, ao mesmo tempo, que desestimulou as exportações.

O reflexo na balança de transações correntes foi relevante. Com crescentes déficits comerciais, na conta de turismo e o serviço da dívida externa, o passivo aumentou substancialmente. O resultado em transações correntes evoluiu de um déficit de US\$ 592 milhões, em 1993, para US\$ 1,7 bilhão em 1994, US\$ 18,4 bilhões em 1995, US\$ 23,5 bilhões em 1996 e 30,4 bilhões em 1997.

Em 1997, diante da crise dos países asiáticos, a vulnerabilidade da economia brasileira ficou mais evidente. Com um déficit em contas-correntes de US\$ 30,4 bilhões, o que equivale a cerca de 4,0% do PIB, o governo novamente foi obrigado a adotar medidas de contenção do nível de atividades para evitar o descontrole externo.

3.1. Análise dos Indicadores de Solvência Externa

Como metodologia, foram analisados dados primários representativos do balanço de pagamentos do Banco Central do Brasil. Além dos dados estatísticos, sistematizados nos gráficos a seguir, foi reproduzido o Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE). O presente artigo busca realizar a aplicação deste índice e traçar a sua relação com alguns dos principais indicadores econômicos da economia brasileira.

Com esta análise, procura-se verificar os impactos das condições de financiamento do balanço de pagamentos brasileiro sobre a vulnerabilidade externa do país. A hipótese é que os fluxos de capitais internacionais direcionados ao Brasil no período 1999-2008 reduziram o grau de vulnerabilidade externa do país, sob o ponto de vista do financiamento do balanço de pagamentos, comparativamente a períodos anteriores. Esta hipótese é testada utilizando-se o índice de fragilidade financeira externa (IFE) e alguns outros indicadores de solvência externa do país.

3.1.1. Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE)

Nesta seção, busca-se testar se os fluxos de capitais internacionais direcionados ao Brasil no período 1999-2008 reduziram o grau de vulnerabilidade externa do país. A metodologia utilizada é do IFE – construído utilizando-se o arcabouço teórico de Minsky e compara as disponibilidades correntes de recursos em moeda estrangeira (*DICME*) com a demanda corrente por esses mesmos fundos (*DECME*).

A *DICME* pode ser 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, segundo De Paula & Alves Júnior (1999) e revisado por Martins (2007):

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

DECME = Demanda corrente por recursos em moeda estrangeira;

DICME = Disponibilidades correntes de recursos em moeda estrangeira.

As contas do balanço de pagamentos que compõem o cálculo do IFE são constituídas conforme o Quadro 1, abaixo:

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

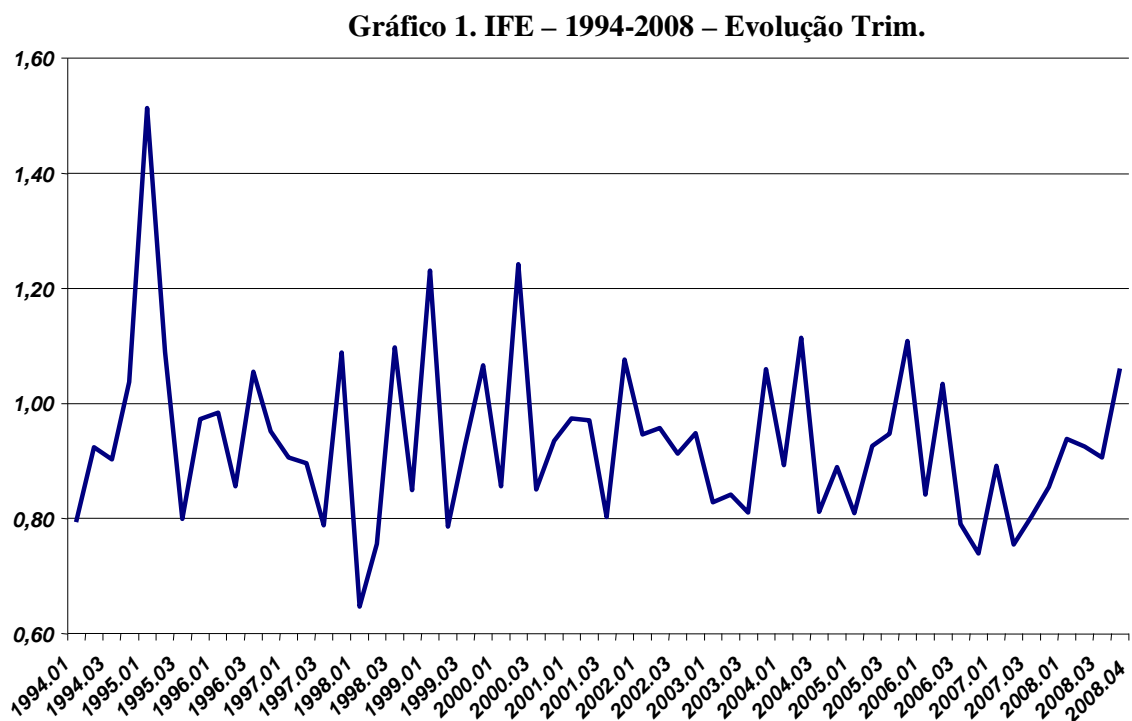
| Disponibilidades correntes de moeda estrangeira (DICME) | Demanda corrente por moeda estrangeira (DECME) |
|---|--|
| Exportação de bens | Importação de bens |
| Receita com serviços | Despesa com serviços |
| Receita com rendas | Despesa com rendas |
| Receita com transferências unilaterais correntes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

Fonte: De Paula & Alves Júnior (1999) e Martins (2007) / Elaboração Própria

Tendo como base a hipótese de instabilidade financeira desenvolvida por Minsky (1986), e adaptando o conceito de fragilidade financeira para uma economia aberta, a partir das interpretações de de Paula & Alves Júnior e Martins, analisou-se o índice para auferir os graus de fragilidade financeira externa para a economia brasileira, ou seja, o índice de fragilidade financeira externa (*IFE*).

Com base na metodologia de cálculo do índice de fragilidade financeira externa (*IFE*), e a partir de dados obtidos no balanço de pagamentos, constantes no Anexo A, construiu-se uma série histórica para a economia brasileira, abrangendo o período compreendido entre o primeiro trimestre de 1994 e o quarto trimestre de 2008. Este indicador, juntamente a análise conjuntural do período, serviu de base para a avaliação da fragilidade financeira externa da economia brasileira, intrínseca à inserção financeira a partir da abertura comercial e financeira dos anos 1990.

No Gráfico 1 abaixo, é apresentada a evolução do índice de fragilidade financeira externa (*IFE*), na qual observa-se a elevada amplitude de oscilação do indicador entre 1994-1998, representando um descompasso entre a disponibilidade e a demanda correntes de moeda estrangeira para a economia brasileira.



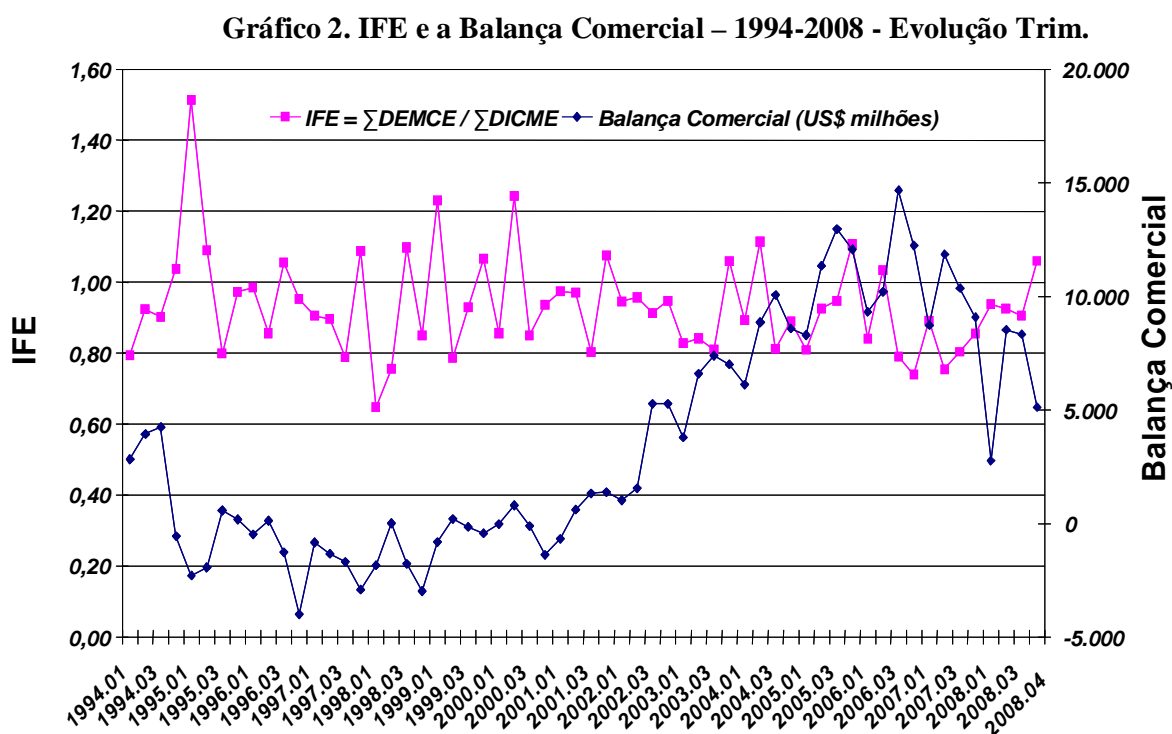
Fonte: Banco Central do Brasil / Elaboração Própria.

A partir de 1999, a relação entre disponibilidade e demanda correntes de moeda estrangeira (*IFE*) passou a gravitar próximo de 1, representando uma maior estabilidade

entre despesas e receitas em moeda estrangeira, configurando-se num indicador de equilíbrio financeiro externo.

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 o aumento das importações.

O gráfico 2, a seguir, relaciona o saldo comercial brasileiro ao *IFE* e denota 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 R\$/US\$=1,0). A valorização cambial reduziu a competitividade dos produtos da pauta exportadora brasileira no mercado internacional, com a conseqüente queda na receita, o que ocorreu concomitantemente ao aumento das importações.



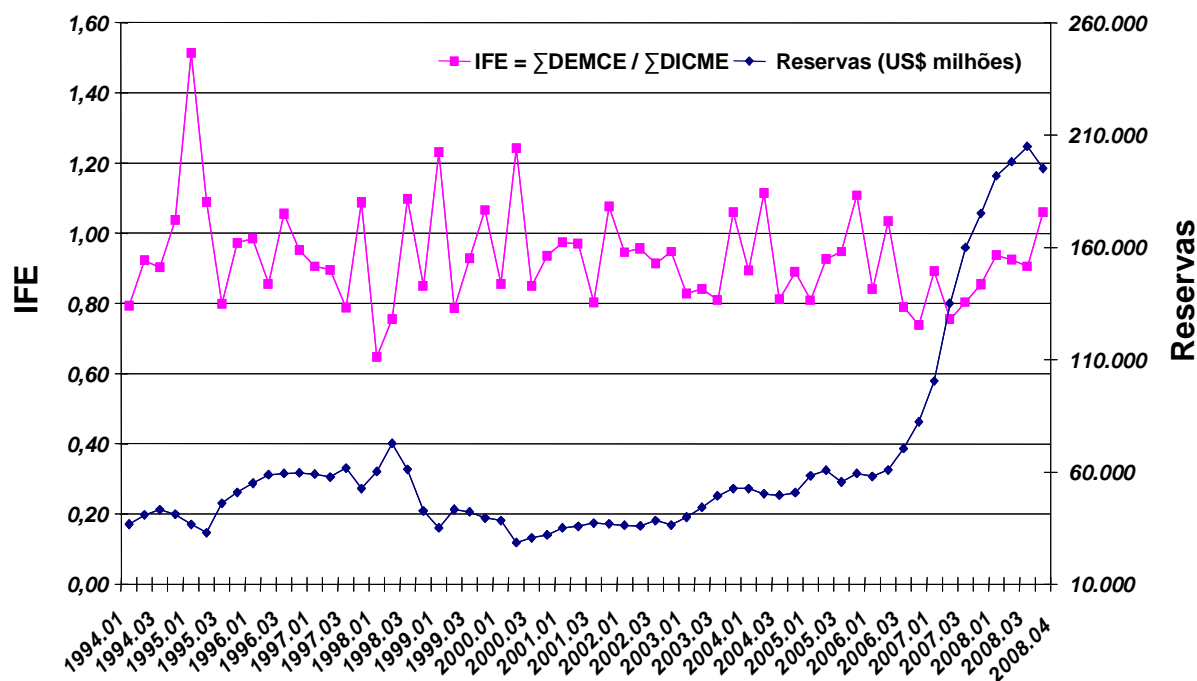
Fonte: Banco Central do Brasil / Elaboração Própria.

A forte dependência do influxo de capitais para garantir o financiamento do balanço de pagamentos trouxe para a economia brasileira mais um problema, o do aumento da vulnerabilidade externa. Ao depender recorrentemente da entrada de capitais,

em grande medida de influxos especulativos de curto prazo, o país tornou-se altamente vulnerável aos choques adversos no mercado financeiro internacional. O risco, muitas vezes consolidados de saídas abruptas destes capitais é um dos fatores que provocam oscilação das reservas internacionais principalmente nestes períodos difíceis.

Conforme o gráfico 3, a seguir, 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 perda de reservas. Isso só vem evidenciar o eminente caráter de fragilidade financeira externa, mais agravada pelo aumento do grau de vulnerabilidade externa.

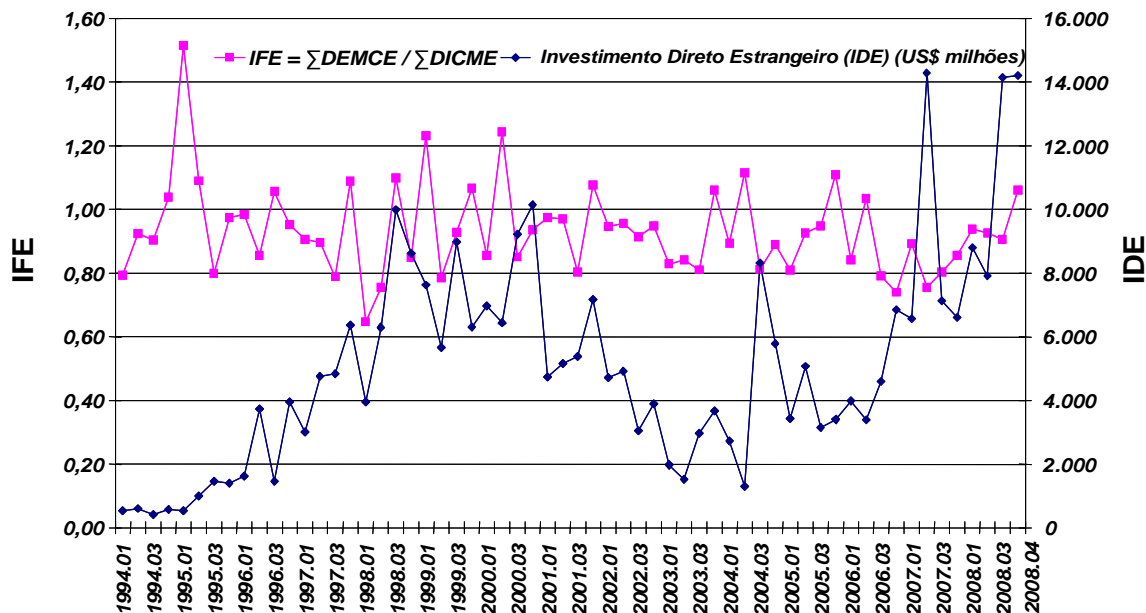
Gráfico 3. IFE e Reservas Cambiais – 1994-2008 - Evolução Trim.



Fonte: Banco Central do Brasil / Elaboração Própria.

O gráfico 4, a seguir, relaciona os ingressos líquidos de investimento direto estrangeiro (IDE) ao IFE. O IDE, por outro lado, pode ser uma fonte de financiamento externa com o efeito de amortecimento dos efeitos negativos provocados pela saída de outros fluxos financeiros mais voláteis.

Gráfico 4. IFE e IDE– 1994-2008 - Evolução Trim.



Fonte: Banco Central do Brasil / Elaboração Própria

Os vultosos fluxos de capitais internacionais direcionados ao Brasil, combinados com a intensificação de saldos positivos na balança comercial, níveis de reservas cambiais elevadas, além da correção dos desequilíbrios no balanço de pagamentos, provocaram uma sensível melhoria nos indicadores de fragilidade externa da economia brasileira. Com isso, considerando a tipologia empregada por Minsky, as estruturas financeiras Ponzi, refletida no *IFE* antes até 1998, passaram para um perfil de estruturas financeiras do tipo *hedge* a partir de 1999, alterando perfil do endividamento externo e do grau de vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Apesar da melhoria nos indicadores de fragilidade externa da economia brasileira, está não é uma situação suficiente para imunizar a economia brasileira de efeitos de crises externas sistêmicas. A restrição do crescimento só tem acontecido para aqueles que, como o Brasil, ampliaram demasiadamente a sua dependência de recursos externos e não priorizaram o seu Projeto Nacional, a despeito a maior dificuldade em fazê-lo, diante dos novos desafios impostos pela globalização.

O governo brasileiro tem implementado políticas para melhorar a relação Reservas (Conceito de Liquidez¹⁵)/dívida total. Entre 2000-2007, houve uma importante melhora da relação reservas internacionais / dívida total – este indicador melhorou 25%(média anual).

¹⁵ O conceito de liquidez inclui dos ativos integrantes do conceito caixa (créditos brasileiros no exterior e os haveres dos bancos comerciais) e também depósitos especiais vinculados à renegociação da dívida externa, créditos de exportação, outros créditos com países da América Latina e Leste Europeu e saldo credor do Convênio de Crédito Recíproco (CCR) – (Banco Central Brasil, Nota Metodológica, 2002).

Este é um resultado expressivo, e é resultado do aumento da acumulação de reservas pelo Banco Central, que cresceram 24%, no mesmo período.

O indicador apresentado acima influencia positivamente na redução acumulada de 56% da relação dívida externa bruta/PIB, que caiu de 34% para 15% entre 2000-2007. Para o mesmo período, houve da relação dívida externa total líquida/PIB de 27% (2000) e o país alcançou a posição de credor externo líquido.

O cenário externo com abundância de capitais proporcionou influxos crescentes de IDE no período 2000-2007, com uma trajetória de reversão de déficit em transações correntes para superávit. Entretanto, a partir de 2005, há um movimento de declínio dos resultados de transações correntes.

Esse fenômeno é especialmente evidente a partir de 2007. Além do crescimento maior das quantidades importadas frente às exportadas, o saldo da balança comercial se beneficia cada vez menos dos termos de troca, ou seja, a relação entre preços de importações e exportações.

Mas se por um lado as transações correntes sofrem pela redução do saldo da balança comercial, por outro, os ingressos de IDE ainda são suficientes para compensar essa deterioração. Levando em consideração essas questões, as necessidades de financiamento externo refletem a superioridade dos fluxos de IDE frente ao déficit em conta corrente, a partir de 2005.

Considerando a análise e os resultados obtidos nas contas dos investimentos diretos estrangeiros (IDE) e de transações correntes, a necessidade de financiamento externo no período 2002-2007 demonstrou situação confortável sob o ponto de vista da gestão das contas externas. Houve abundância de fluxos de IDE, devido às estratégias transnacionais de procurar países emergentes de grande potencial, no qual o Brasil se enquadra. Além disso, o resultado comercial contribuiu para a necessidade de financiamento¹⁶ negativa no período.

No entanto, com o agravamento da crise financeira internacional, já se percebe os sinais sobre a necessidade de financiamento externo. Enquanto que em 2007, a necessidade de financiamento externa ficou negativa em US\$ 36 bilhões, o quadro apresentou uma inversão negativa, causada principalmente pela trajetória de déficit em

¹⁶ A necessidade de financiamento externo de certo país se obtém somando-se ao déficit em transações correntes o valor estimado do déficit dos investimentos diretos líquidos, ambos da forma como contabilizados no balanço de pagamentos do país em questão. No caso do balanço de pagamentos do Brasil, a necessidade de financiamento externo é: saldo em transações correntes, acrescido do investimento direto, ambos retirados do balanço de pagamentos. (CYSNE, 2007, FGV).

transações correntes em 2008. Para 2009, é esperado que o Brasil passe para a situação de necessidade de financiamento positiva.

Relativamente à questão inicial, o quadro externo ainda é relativamente instável para a economia brasileira, especialmente diante dos efeitos da crise global. A redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira, principalmente pela redução da dívida externa total ainda não é suficiente para fazer frente à instabilidade inerente à volatilidade dos mercados.

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.

4. Conclusão

Na seção 1, foi apresentada a abordagem da fragilidade de Minsky, no contexto da crise financeira internacional, com ênfase no papel das expectativas e das incertezas das unidades econômicas e sua influência sobre o processo de instabilidade financeira no capitalismo. Segundo a abordagem de 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.

De acordo com o grau de fragilidade financeira dos agentes econômicos de Minsky, concluímos 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 postura *Ponzi* indica um aumento da suscetibilidade da economia à instabilidade financeira.

Na seção 2, foi apresentada a evolução do balanço de pagamentos brasileiro no período 1999-2008, com ênfase na importância para o futuro da economia brasileira do desempenho do passivo externo. O desempenho positivo do balanço de pagamentos observado no final do período analisado foi um dos indicadores da relativa melhora ocorrida nos indicadores de vulnerabilidade externa do país.

O aumento dos fluxos de capitais, com maior disponibilidade de fontes de financiamento externo propiciou a elevação do nível de recorde de reservas internacionais

do país, que superou os US\$ 200 bilhões no final de 2008, além da redução do endividamento externo do país.

Diante da instabilidade gerada pelo aumento da vulnerabilidade externa, principalmente nos momentos de grande incerteza em relação à liquidez no mercado internacional e seus impactos na economia brasileira, é crescente a demanda por *hedging*.

Na seção 3 foram abordados os impactos da evolução do balanço de pagamentos sobre alguns dos principais indicadores de vulnerabilidade externa do país. Com base na utilização de indicadores de solvência, procurou-se verificar os impactos das condições de financiamento do balanço de pagamentos brasileiro sobre a vulnerabilidade externa do país. A hipótese do artigo é que os fluxos de capitais internacionais direcionados ao Brasil no período 1999-2008 reduziram o grau de vulnerabilidade externa do país, sob o ponto de vista do financiamento do balanço de pagamentos, em comparação a períodos anteriores.

Os vultosos fluxos de capitais internacionais direcionados ao Brasil, combinados com a intensificação dos saldos positivos na balança comercial, níveis de reservas cambiais elevadas, além da correção dos desequilíbrios no balanço de pagamentos, propiciaram uma sensível melhoria nos indicadores de fragilidade externa da economia brasileira. Com isso, considerando a tipologia empregada por Minsky, as estruturas financeiras Ponzi, refletida no *IFE* antes até 1998, passaram para um perfil de estruturas financeiras do tipo *hedge* a partir de 1999, alterando perfil do endividamento externo e do grau de vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Apesar da melhoria nos indicadores de fragilidade externa da economia brasileira, está não é uma situação suficiente para imunizar a economia brasileira de efeitos de crises externas sistêmicas. A restrição do crescimento só tem acontecido para aqueles que, como o Brasil, ampliaram demasiadamente a sua dependência de recursos externos e não priorizou o seu Projeto Nacional, a despeito a maior dificuldade em fazê-lo, diante dos novos desafios impostos pela globalização.

Em síntese, 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.

A instabilidade decorrente da globalização financeira, agora agravada com os impactos decorrentes da crise internacional capilarizada a partir de 2008 provoca recessão em vários países e representa riscos e dificuldades para os países em desenvolvimento.

Referências Bibliográficas

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB) – Sistema Gerenciador de Séries Temporais.
- BATISTA JR., P.N. “*Globalização*”, *Dependência Monetária e Vulnerabilidade Externa*”, (CEBRI), 2001.
- BRAGA, J.C., 1998, “*Financeirização global - o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo*”, in: TAVARES, M.C. e FIORI, J.L. (Orgs.1998), *Poder e dinheiro: Uma economia política da globalização*. Ed. Vozes, Petrópolis, RJ.
- BRAGA, J.C.S. “*Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*”. Campinas: IE/Unicamp (Coleção Teses), 2000.
- COUTINHO, L. & BELLUZZO, L.G. “*Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas*”. *Economia e Sociedade*, n.1 pg. 11, pg. 137-150, 1998.
- 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.º 1 (jan.-mar. de 1999).
- CYSNE, R.P. “*Brasil 2007: Uma Análise das Contas Externas*”. Editora FGV, Rio de Janeiro, 2007.
- FILGUEIRAS, L. “*História do Plano Real*”, São Paulo, Editora Boitempo, 2001.
- GONÇALVES, R. “*Globalização Econômica e Vulnerabilidade Externa*”. Universidade Federal Fluminense, Rio de Janeiro, 1998, disponível em:
<http://www.reggen.org.br/midia/documentos/globalizacaoeconomica.pdf>, acessado em 07 de dezembro de 2008.
- KEYNES, J.M., “*The General Theory of Employment, Interest and Money*”, Atlantic Publishers, London, 2006.
- KEYNES, J.M., “*A Treatise on Money*”, Vol.I, London, 1958.
- LACERDA, A.C.(Org.) “*Crise e Oportunidade: o Brasil e o cenário internacional*”. Lazuli Editora, São Paulo, 2006.
- _____. “*Globalização e Investimento Estrangeiro no Brasil*”. Editora Saraiva, 2004.
- MARTINS, R.N. “*Fragilidade financeira externa: uma avaliação da economia brasileira no pós-real*”. Florianópolis, UFSC, 2007.
- MINSKY, H. P. “*Can “it” happen again?*” *Essays on instability and finance*. New York: M. E. Sharpe, 1982.
- _____. “*Stabilizing an unstable economy*”. New Haven: Yale University Press, 1986.
- OREIRO, J. BASÍLIO, F. “*A crise financeira brasileira: uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira à la Minsky*”. in. Dossiê da Crise – Associação Keynesiana Brasileira (AKB), 2008.
- SOBEET – Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e Globalização Econômica. “*Mudança do Perfil do Passivo Externo Líquido Aumenta Resiliência da Economia Brasileira à Choques Externos*”. Ano VII-n.º 55 – Julho/2008.
- SICSÚ, J., VIDOTTO, C. (Org.) “*Economia do Desenvolvimento – Teoria e Políticas Keynesianas*”, Editora Campus - Elsevier, Rio de Janeiro, 2008.

Anexo A: Base de Dados Utilizados nos Gráficos

| Período | Σ DEMCE (US\$ milhões) | Σ DICME (US\$ milhões) | IFE = Σ DEMCE / Σ DICME | Investimento Direto Estrangeiro (IDE) (US\$ milhões) | Reservas (US\$ milhões) | Balança Comercial (US\$ milhões) |
|---------|---------------------------|---------------------------|-------------------------|---|----------------------------|-------------------------------------|
| 1994.01 | 16248 | 20474 | 0,79 | 543,3 | 36738 | 2828 |
| 1994.02 | 59423 | 64351 | 0,92 | 609,1 | 40859 | 3949 |
| 1994.03 | 22006 | 24371 | 0,90 | 414,1 | 43175 | 4251 |
| 1994.04 | 27862 | 26846 | 1,04 | 583,4 | 41196 | -562 |
| 1995.01 | 29000 | 19156 | 1,51 | 538,213 | 36673 | -2287 |
| 1995.02 | 29273 | 26861 | 1,09 | 1.011,68 | 33043 | -1939 |
| 1995.03 | 26034 | 32570 | 0,80 | 1.458,42 | 46065 | 577 |
| 1995.04 | 28975 | 29772 | 0,97 | 1.396,81 | 50930 | 183 |
| 1996.01 | 26638 | 27057 | 0,98 | 1.624,53 | 55029 | -465 |
| 1996.02 | 27682 | 32332 | 0,86 | 3.731,37 | 58720 | 126 |
| 1996.03 | 29940 | 28370 | 1,06 | 1.472,08 | 59313 | -1262 |
| 1996.04 | 35898 | 37702 | 0,95 | 3.963,71 | 59727 | -3998 |
| 1997.01 | 27395 | 30244 | 0,91 | 3.019,16 | 59112 | -832 |
| 1997.02 | 41262 | 46051 | 0,90 | 4.768,61 | 57688 | -1332 |
| 1997.03 | 39750 | 50412 | 0,79 | 4.836,88 | 61773 | -1686 |
| 1997.04 | 52780 | 48490 | 1,09 | 6.368,28 | 52633 | -2903 |
| 1998.01 | 32549 | 50280 | 0,65 | 3.958,88 | 60160 | -1838 |
| 1998.02 | 38554 | 51020 | 0,76 | 6.295,06 | 72794 | 11 |
| 1998.03 | 52865 | 48148 | 1,10 | 9.989,90 | 61118 | -1775 |
| 1998.04 | 46003 | 54148 | 0,85 | 8.611,76 | 42710 | -2972 |
| 1999.01 | 42204 | 34287 | 1,23 | 7.622,50 | 35147 | -816 |
| 1999.02 | 41468 | 52747 | 0,79 | 5.668,02 | 43324 | 200 |
| 1999.03 | 34368 | 37007 | 0,93 | 8.980,00 | 42212 | -150 |
| 1999.04 | 48014 | 45028 | 1,07 | 6.307,91 | 39523 | -433 |
| 2000.01 | 32684 | 38184 | 0,86 | 6.965,22 | 38375 | -19 |
| 2000.02 | 47230 | 38020 | 1,24 | 6.440,26 | 28519 | 804 |
| 2000.03 | 43509 | 51172 | 0,85 | 9.225,56 | 30677 | -110 |
| 2000.04 | 38404 | 41049 | 0,94 | 10.148,20 | 31979 | -1374 |
| 2001.01 | 37501 | 38519 | 0,97 | 4.737,56 | 35139 | -678 |
| 2001.02 | 40775 | 42023 | 0,97 | 5.162,79 | 35810 | 611 |
| 2001.03 | 33179 | 41304 | 0,80 | 5.380,94 | 37302 | 1332 |
| 2001.04 | 38363 | 35648 | 1,08 | 7.176,06 | 36864 | 1386 |
| 2002.01 | 29576 | 31251 | 0,95 | 4.718,64 | 36265 | 1027 |
| 2002.02 | 39791 | 41588 | 0,96 | 4.922,25 | 35965 | 1558 |
| 2002.03 | 36239 | 39677 | 0,91 | 3.048,49 | 38361 | 5266 |
| 2002.04 | 35979 | 37953 | 0,95 | 3.900,83 | 36423 | 5269 |
| 2003.01 | 27816 | 33584 | 0,83 | 1.977,07 | 39879 | 3805 |
| 2003.02 | 38880 | 46179 | 0,84 | 1.523,38 | 44276 | 6593 |
| 2003.03 | 35185 | 43432 | 0,81 | 2.966,20 | 49371 | 7392 |
| 2003.04 | 45872 | 43292 | 1,06 | 3.676,88 | 52605 | 7004 |
| 2004.01 | 34651 | 38789 | 0,89 | 2.734,28 | 52611 | 6125 |
| 2004.02 | 45176 | 40555 | 1,11 | 1.308,95 | 50281 | 8862 |
| 2004.03 | 41277 | 50870 | 0,81 | 8.321,12 | 49585 | 10066 |
| 2004.04 | 46855 | 52644 | 0,89 | 5.781,53 | 50828 | 8588 |
| 2005.01 | 40017 | 49456 | 0,81 | 3.442,71 | 58333 | 8300 |
| 2005.02 | 50927 | 54984 | 0,93 | 5.071,16 | 60728 | 11349 |
| 2005.03 | 65619 | 69242 | 0,95 | 3.150,56 | 55590 | 12974 |
| 2005.04 | 74795 | 67486 | 1,11 | 3.401,85 | 59440 | 12080 |
| 2006.01 | 63732 | 75736 | 0,84 | 3.986,30 | 58054 | 9328 |
| 2006.02 | 77905 | 75326 | 1,03 | 3.394,74 | 60868 | 10205 |
| 2006.03 | 62607 | 79146 | 0,79 | 4.594,43 | 70563 | 14682 |
| 2006.04 | 73758 | 99777 | 0,74 | 6.846,74 | 82375 | 12242 |
| 2007.01 | 82292 | 92222 | 0,89 | 6.565,53 | 100562 | 8728 |
| 2007.02 | 89619 | 118728 | 0,75 | 14.286,73 | 135117 | 11857 |
| 2007.03 | 98569 | 122595 | 0,80 | 7.129,45 | 159989 | 10360 |
| 2007.04 | 125263 | 146541 | 0,85 | 6.603,20 | 175087 | 9088 |
| 2008.01 | 129956 | 138513 | 0,94 | 8.799,28 | 191880 | 2759 |
| 2008.02 | 153315 | 165786 | 0,92 | 7.910,48 | 198167 | 8534 |
| 2008.03 | 164255 | 181319 | 0,91 | 14.145,48 | 205057 | 8334 |
| 2008.04 | 132003 | 124479 | 1,06 | 14.205,04 | 195227 | 5118 |

Fonte: Banco Central do Brasil e IPEA / Elaboração própria