

## **Vulnerabilidade externa e sua conceituação: uma contribuição ao debate, a partir das mudanças no passivo externo brasileiro.**

André Martins Biancarelli<sup>1</sup>

Paulo Van Noije<sup>2</sup>

Renato de Souza Rosa<sup>3</sup>

### **Resumo**

O presente artigo representa o início de um projeto, com um objetivo mais amplo de aprofundar o debate sobre a vulnerabilidade externa, tema que é muitas vezes abordado de forma parcial, e sua definição nem sempre é clara. A vulnerabilidade externa manifesta-se em esferas distintas – comercial, produtivo-tecnológica e monetário-financeira; o presente artigo pretende contribuir para essa conceituação enfatizando a análise da esfera financeira, trazendo a esta discussão os mecanismos pelos quais as finanças internacionais afetam a vulnerabilidade externa. No debate brasileiro recente sobre a vulnerabilidade externa, destacam-se as contribuições teóricas e as análises empíricas apresentadas por autores alinhados à visão denominada de “Vulnerabilidade Externa no Modelo Liberal Periférico”. Tais estudos apresentam aspectos fundamentais para compreender a vulnerabilidade externa brasileira. Mas a motivação principal deste artigo é o aprimoramento deste arcabouço teórico e como ele dialoga em um ponto específico, a saber: o papel desempenhado pelos estoques de passivos externos, principalmente devido às mudanças que tais agregados vêm sofrendo recentemente, sobretudo com o aumento da participação do passivo externo denominado em moeda doméstica. De acordo com a visão desses autores, tal aspecto ampliou a vulnerabilidade externa brasileira, enquanto o artigo buscará mostrar, com base em outro conjunto de autores, que tal fator tendeu a diminuir a vulnerabilidade externa do país na esfera monetária e financeira, tal qual se pôde constatar na crise internacional eclodida em 2008. Outra contribuição em relação ao primeiro grupo é defender o estudo da vulnerabilidade externa dentro de um arcabouço que contemple a hierarquia do Sistema Monetário Internacional.

**Palavras chave:** vulnerabilidade externa; finanças internacionais; hierarquia das moedas; passivos externos

---

<sup>1</sup> Professor Doutor do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisador do Cecon (IE/Unicamp).

<sup>2</sup> Professor Doutor da Faculdade de Ciências Aplicadas de Limeira (FCA/Unicamp). Pesquisador do Cecon (IE/Unicamp) e do LESP (FCA/Unicamp).

<sup>3</sup> Doutorando do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisador do Cecon (IE/Unicamp).

## 1. Introdução

O aprofundamento da integração econômica entre os distintos países do globo, tanto no plano comercial quanto no financeiro, amplia a importância dos estudos relativos à vulnerabilidade externa. Esta talvez seja, isoladamente, a característica mais marcante das chamadas economias periféricas, no sentido de que sua dinâmica interna está, estruturalmente, condicionada fortemente pelos movimentos nas economias centrais.

No entanto, a despeito de sua relevância, esse tema é muitas vezes abordado de forma parcial, e sua definição nem sempre é clara. A vulnerabilidade externa manifesta-se em esferas distintas – comercial, produtivo-tecnológica e monetário-financeira – e é importante que elas sejam todas contempladas. Entretanto, as análises sobre o tema são geralmente focadas no comércio exterior, desconsiderando em muitos casos a questão patrimonial. O presente artigo pretende contribuir para essa conceituação enfatizando a análise da esfera financeira, trazendo a esta discussão os mecanismos pelos quais as finanças internacionais afetam a vulnerabilidade externa.

No debate brasileiro recente sobre a vulnerabilidade externa, destacam-se as contribuições teóricas e as análises empíricas apresentadas por autores alinhados à visão denominada de “Vulnerabilidade Externa no Modelo Liberal Periférico”. Tais estudos, baseados em um arcabouço teórico bem definido, apresentam aspectos fundamentais para compreender a vulnerabilidade externa brasileira. Mas a motivação principal deste artigo é o aprimoramento deste arcabouço teórico e como ele dialoga em um ponto específico, a saber: o papel desempenhado pelos estoques de passivos externos, principalmente devido às mudanças que tais agregados vêm sofrendo recentemente.

O artigo conta, além dessa introdução e das considerações finais, com mais duas seções. Na primeira delas, se apresentará o arcabouço teórico da Vulnerabilidade Externa no Modelo Liberal Periférico, desde a definição utilizada, as esferas em que a vulnerabilidade externa se manifesta e alguns conceitos como a vulnerabilidade externa conjuntural e a estrutural. Com base nesse arcabouço, se mostrará algumas análises sobre a economia brasileira para o período recente, principalmente em relação à sua crítica quanto a formação de passivos externos de curto prazo, como, por exemplo, os oriundos dos investimentos em carteira.

Na segunda seção, busca-se fazer um contraponto sobre a vulnerabilidade externa na esfera monetário-financeira, mais especificamente sobre o papel desempenhado pelos estoques externos, sobretudo mostrando que ocorreu uma importante mudança na

composição dos estoques externos da economia brasileira, com expressiva ampliação da participação do passivo externo denominado em moeda doméstica (seja pelo aumento dos investimentos em carteira na bolsa e títulos de renda fixa, seja pelo investimento direto estrangeiro), fator que tende a diminuir a vulnerabilidade externa do país, tal qual se pôde constatar na crise internacional eclodida em 2008. Além disso, considera-se importante, para a análise da vulnerabilidade externa, estudá-la dentro de um arcabouço que contemple a hierarquia do Sistema Monetário Internacional, uma vez que os países emissores de moedas periféricas não conseguem que suas moedas desempenhem as funções clássicas da moeda em âmbito internacional, gerando maiores taxas de juros para eles e recorrentes dificuldades para se obter financiamento de longo prazo. Acredita-se que a incorporação desse arcabouço da hierarquia das moedas contribuiria para a análise da vulnerabilidade externa, assim como uma melhor compreensão sobre a nova composição dos estoques externos, primordialmente formado por passivos denominados em moeda doméstica, situação que tende a gerar menores custos nas situações de crises internacionais.

## **2. Vulnerabilidade Externa no Modelo Liberal Periférico**

Os conceitos relacionados à vulnerabilidade externa nem sempre são apresentados de forma clara e precisa nas análises relacionadas ao tema, assim como não há um consenso em torno de quais seriam os aspectos mais relevantes a serem considerados em cada análise. Isso decorre, pelo menos em parte, em função da multiplicidade de metodologias e abordagens teóricas que podem ser utilizadas para avaliar uma questão tão complexa. Essa seção centra-se em um conjunto de trabalhos que partem de um mesmo arcabouço teórico, consistente internamente e amplamente referenciado na literatura, denominado aqui como “Vulnerabilidade Externa no Modelo Liberal Periférico”. Contudo, foca-se nas relações monetárias e financeiras, principalmente em termos dos estoques, apresentando apenas de forma marginal à questão da vulnerabilidade externa decorrente de fatores comerciais e tecnológicos, também amplamente desenvolvida pelos autores que propõem tal visão.

Embora esse não seja o único arcabouço teórico relevante para analisar a vulnerabilidade externa, é sem dúvida um dos mais relevantes, tanto em termos da qualidade das contribuições teóricas que os estudos proporcionam, como em função da quantidade de trabalhos que partem desse arcabouço teórico. Em primeiro lugar, apresentam-se os conceitos

e, em um segundo momento, os resultados obtidos pelos estudos mais relevantes que partem desse arcabouço teórico.

A exposição da abordagem da Vulnerabilidade Externa no Modelo Liberal Periférico, parte da definição de vulnerabilidade externa apresentada por Gonçalves *et al* (1998, p. 157): esta característica seria “a baixa capacidade de resistência das economias nacionais diante de fatores desestabilizadores ou choques externos”. Duas dimensões estariam associadas a esse conceito: a primeira relacionada à disponibilidade dos instrumentos que a economia nacional poderia utilizar como resposta a um choque externo e a segunda referente aos custos impostos em virtude do ajuste externo. Neste último sentido, “a vulnerabilidade externa é tão maior quanto menores forem as opções e maiores forem os custos” (Gonçalves, 1998, p. 157). No mesmo trabalho, o autor desenvolve o conceito de *vulnerabilidade externa unilateral*, no qual um país é afetado por fatores externos como choques adversos, mas, por outro lado, o que ocorre nesse país teria um impacto praticamente nulo no cenário externo. Em outras palavras, o que acontece no mundo afeta muito esse país, mas o que acontece nesse país afeta pouco (ou não afeta) o resto do mundo.

A vulnerabilidade externa pode manifestar-se em diferentes esferas, como a produtiva, a comercial, a tecnológica, a monetária e a financeira (GONÇALVES, 2005). Segundo Gonçalves *et al* (1998), na esfera monetária e financeira, a vulnerabilidade seria decorrente da volatilidade das operações de financiamento externo – em termos de fluxo – e do acúmulo de passivos de curto-prazo ou de compromissos denominados em moeda estrangeira no sistema financeiro doméstico – em termos de estoque. De modo que quanto mais elevados os estoques de capitais de curto-prazo, principalmente na forma de investimentos em carteira, maior a vulnerabilidade externa do país. Para lidar com a volatilidade dos fluxos de capitais as economias nacionais fariam uso de instrumentos como a política monetária, cambial, fiscal, comercial e de controle de capitais. As manifestações da vulnerabilidade incluiriam a volatilidade da taxa de câmbio e do preço dos ativos nos mercados de capitais, assim como da oferta monetária e do crédito doméstico.

Uma qualificação adicional do conceito surge em um trabalho posterior. Segundo Filgueiras & Gonçalves (2007) a vulnerabilidade externa pode ser diferenciada entre a *conjuntural* e a *estrutural*. A *vulnerabilidade externa conjuntural* estaria relacionada ao curto prazo e dependeria dos custos e opções do ajuste externo, como descrito na definição anterior. Por outro lado, postula que “a vulnerabilidade externa estrutural decorre de mudanças no padrão de comércio, na eficiência do aparelho produtivo, no dinamismo tecnológico e na robustez do sistema financeiro” (Filgueiras & Gonçalves, 2007, p. 62). Os

fatores determinantes desses fenômenos seriam os “processos de desregulação e liberalização nas esferas comercial, produtiva-real, tecnológica e monetário-financeira das relações econômicas internacionais do país” (Filgueiras & Gonçalves, 2007, p. 62). Em Gonçalves *et al* (2009), a análise da vulnerabilidade externa estrutural é realizada por meio de um indicador síntese, calculado a partir de quatro indicadores de vulnerabilidade externa. São eles: a participação das exportações no PIB; a relação entre o estoque de investimentos diretos no país e o PIB; a razão entre a dívida externa e as exportações; por fim, a razão entre as importações e os ativos de reserva.

Para Paineira e Carcanholo (2002), a vulnerabilidade externa aumenta com a abertura da economia, em função da redução do grau de liberdade dos instrumentos passíveis de serem utilizados para combater uma crise externa. Na esfera financeira, a crise derivaria de mudanças abruptas nos fluxos de capitais internacionais. De modo que, dado a instabilidade intrínseca dos fluxos de capitais internacionais direcionados a economias periféricas, quanto maior a abertura financeira de um país, maior será sua vulnerabilidade externa. Os autores destacam também que a composição dos fluxos de capitais também impacta a vulnerabilidade externa, sendo que a presença de investimentos de carteira, essencialmente de curto-prazo, seriam os mais prejudiciais.

De acordo com Gonçalves (2005), a vulnerabilidade externa também pode ser relacionada com o conceito de poder no plano internacional. Na exposição do autor, o poder efetivo seria inversamente proporcional ao grau de vulnerabilidade externa. Logo, um país, como seria o caso do Brasil, que apresentasse uma grande vulnerabilidade externa teria seu poder efetivo reduzido, mesmo possuindo um elevado poder potencial. Nas palavras do autor, “o exercício do poder efetivo na arena internacional depende, então, positivamente do poder potencial e negativamente da vulnerabilidade externa de cada Estado” (Gonçalves, 2005, p. 128). Logo, em termos teóricos, o conceito de vulnerabilidade externa apresentaria uma série de qualificações, estando relacionada a resiliência no curto prazo, a fatores estruturais associados a inserção externa e, inclusive, a Economia Política Internacional e ao poder de um país no cenário internacional.

Como destacado, uma série de trabalhos partem desse arcabouço para analisar o caso da economia brasileira. Para Filgueiras *et al* (2010) e Filgueiras (2012), o contexto internacional favorável foi capaz de reduzir a vulnerabilidade externa conjuntural da economia brasileira durante o governo Lula, expressa na melhora dos indicadores tradicionais, sobretudo em função do dinamismo exportador baseado em *commodities* e na demanda chinesa. Contudo, o país continuava a apresentar uma vulnerabilidade externa

estrutural, inclusive aprofundada em alguns aspectos, em função da dependência das exportações de produtos de baixa intensidade tecnológica, da abertura financeira que amplia a mobilidade de capitais e da “inserção internacional de natureza passiva”.

A análise de Carcanholo (2010) segue a mesma linha de argumentação, destacando os problemas estruturais da adoção de um modelo liberal associado a uma inserção externa subordinada e seus impactos sobre a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira. Nas palavras de Carcanholo (2010, p. 127), “quanto maior a dependência da economia diante das oscilações da conjuntura internacional, maiores serão os impactos internos das reversões cíclicas na economia mundial”. Logo, a abertura financeira é destacada, novamente, como um elemento central para a vulnerabilidade externa estrutural. Ao longo dos anos 2000, o melhor cenário externo havia possibilitado a melhora dos indicadores de vulnerabilidade externa conjuntural. Entretanto, estruturalmente a vulnerabilidade externa teria se ampliado em virtude da dependência da exportação de *commodities*, do acúmulo de passivo externo que resulta no aprofundamento do déficit na conta de rendas e no fraco desempenho do crescimento da economia brasileira. Para Carcanholo *et al* (2008), a vulnerabilidade externa estrutural na América Latina decorria da abertura financeira, que provocaria maior instabilidade no sistema financeiro doméstico e na perda da autonomia de política econômica.

Segundo Filgueiras & Gonçalves (2007) e Gonçalves (2014), o Brasil teria adotado um “Modelo Liberal Periférico” no governo de Fernando Henrique Cardoso e o aprofundado durante os governos petistas de Lula e Dilma Rousseff. Na mesma linha, Gonçalves (2012b) denomina o período de governos do PT de “nacional desenvolvimentismo às avessas”, sendo que uma das suas características seria o aumento da vulnerabilidade externa estrutural, em função de desequilíbrios de estoques, cujo principal indicador seria a elevação do passivo externo em termos brutos e líquidos. O elevado passivo externo também implicaria, adicionalmente, na necessidade de remeter recursos ao exterior na forma de rendas (lucro, juros, dividendos) em resposta ao diferencial de rentabilidade entre ativos e passivos externos.

Em termos dos estoques externos, Gonçalves (2012a) destaca que apesar da evolução das reservas internacionais houve uma elevação ainda mais contundente do passivo externo, o que significa a elevação do passivo externo líquido. A composição do passivo externo também seria desfavorável em virtude do elevado estoque em investimentos em ações e títulos da dívida pública de elevada liquidez e que envolvem o pagamento de serviços. Esse

passivo, mesmo denominado em reais, poderia ser remetido ao exterior após a liquidação das posições e conversão dos reais em dólares.

Mantendo a mesma linha de argumentação, Gonçalves (2014) destaca novamente a vulnerabilidade externa estrutural derivada dos estoques externos. Quanto ao passivo, destaca o elevado passivo externo líquido, inclusive em termos da comparação internacional. No lado do ativo, destaca os custos fiscais e cambiais das reservas internacionais, baseada no diferencial de rentabilidade entre o passivo e ativo externo brasileiro. Em termos da comparação internacional, destaca que o Brasil está entre os países com maior passivo externo líquido. Segundo Pinto e Gonçalves (2016), a esfera financeira é a principal responsável pela vulnerabilidade externa estrutural. Sua manifestação ocorreria por meio de um elevado passivo externo líquido e do passivo externo financeiro. Esse acúmulo de compromissos externos detidos por não residentes, associado à elevada mobilidade e à dinâmica instável dos fluxos de capital, permitiria movimentos de fugas massivas de capital.

A partir dessa breve síntese, é possível, e válido, apontar alguns elementos centrais, tanto do ponto de vista teórico como das análises objetivas, dessa visão da vulnerabilidade externa apresentada pelos autores e denominada aqui de “Vulnerabilidade Externa no Modelo Liberal Periférico”. Do ponto de vista da análise teórica, a vulnerabilidade é subdividida em conjuntural (de curto-prazo, relacionada aos custos e opções do ajuste externo) e estrutural (de longo-prazo, associada à inserção externa, abertura financeira e dinamismo produtivo e tecnológico). Em virtude de possuírem determinantes diferentes, a vulnerabilidade conjuntural poderia melhorar, em função do dinamismo internacional, ao mesmo tempo em que a vulnerabilidade estrutural se agravaria, como, por exemplo, em função do aumento da abertura financeira da economia.

Outro elemento presente nas análises expostas é a noção de que a abertura financeira é o fator determinante para a vulnerabilidade externa estrutural nessa esfera. Logo, a superação da vulnerabilidade envolveria a redução do grau de abertura e, conseqüentemente, redução da mobilidade de capital. Segundo essa visão, quanto mais fechada é uma economia, menor seria a sua vulnerabilidade externa, pois menores seriam os impactos das instabilidades externas na economia doméstica. As principais formas de manifestação dessa modalidade de vulnerabilidade ocorreriam em função do elevado passivo externo líquido e do passivo externo financeiro líquido, pois indicariam o volume de compromissos que poderiam deixar o país e que não possuem “cobertura” em termos de reservas internacionais. Com relação à composição do passivo externo, os trabalhos destacam o elevado estoque de compromissos de carteira denominados em reais e que poderiam deixar o país, agravando a vulnerabilidade

externa estrutural. Essa composição também implicaria no elevado custo do passivo externo em termos de lucros, juros e dividendos, o que impactaria fortemente na conta de rendas do Balanço de Pagamentos, estruturalmente deficitária para o caso brasileira.

### 3. A vulnerabilidade externa pelo lado financeiro e dos estoques externos

O objetivo do atual artigo é expandir o arcabouço teórico sobre a vulnerabilidade externa na esfera monetária-financeira, mais especificamente sobre o papel desempenhado pelos estoques externos<sup>4</sup>. Tal análise será baseada em uma série de trabalhos que tratam do assunto, dentre os quais: Biancarelli (2011); Biancarrelli (2012); Biancarrelli (2014); Noijs (2014); Noijs e De Conti (2016); Lara (2014); Rosa (2016).

Para fazer tal discussão, os autores fazem uma apresentação inicial dos determinantes das variações da Posição Internacional de Investimentos (PII), que representa o saldo dos ativos externos menos os passivos externos, isto é, o oposto do passivo externo líquido. Na Tabela 1 se apresenta a estrutura da PII, com as diferentes denominações de moeda que os ativos e passivos externos podem assumir. Após a apresentação dos determinantes da variação da PII, realiza-se, em um segundo momento, a discussão sobre a vulnerabilidade externa.

Tabela 1  
Posição Internacional de Investimentos (PII)

A) Ativo Externo Bruto (1+2)	B) Passivo Externo Bruto (3+4)
<b>1) Reservas Internacionais</b> <b>2) Estoque de Investimento</b> 2.1 Investimento direto no exterior 2.2 Investimento em carteira 2.3 Derivativos 2.4 Outros Investimentos	<b>3) Passivo em moeda estrangeira</b> 3.1 Dívida Externa Bruta 3.1.1 Títulos renda fixa emitidos no exterior 3.1.2 Outros investimentos 3.2 Passivo em moeda estrangeira, exclusive dívida externa 3.2.1 Ações emitidas no exterior 3.2.2 IDE: Empréstimos intercompanhia <b>4) Passivo em moeda doméstica</b> 4.1 Títulos de renda fixa emitidos no país 4.2 Ações emitidas no país 4.3 IDE: Participação no capital

$$PII = \text{Ativo Externo Bruto (A)} - \text{Passivo Externo Bruto (B)}$$

Fonte: Banco Central; baseada em Noijs e De Conti (2016).

Nota: A rubrica “derivativos” é absolutamente insignificante, podendo ser excluída da análise do Passivo Externo Bruto sem qualquer prejuízo.

<sup>4</sup> O trabalho de Biancarelli (2012) apresenta os argumentos “tradicionais” sobre a piora da vulnerabilidade externa e os argumentos associados à nova configuração do passivo externo. Os estudos de Ferreira (2015) e Rosa (2016) também apresentam, em parte, esse debate sobre a vulnerabilidade externa



Lara (2014) demonstra que as variações do passivo externo líquido (associados tanto aos ativos quanto aos passivos externos) resultam de combinações entre fatores de fluxo e patrimoniais. Os fatores de fluxo associados aos movimentos do passivo externo líquido são derivados da contabilidade do balanço de pagamentos, sendo que o saldo de transações correntes é que determina eventuais mudanças no saldo entre ativos e passivos externos – quando considerados os fatores patrimoniais como nulos, apenas o saldo de transações correntes que afeta o saldo da PII.

Entretanto, de acordo com Lara (2014), os fatores patrimoniais são fundamentais para explicar essas variações, tanto pelas flutuações cambiais, dado que os estoques são denominados em moedas diferentes, quanto pelas mudanças nos preços dos estoques externos, que são marcados a preços de mercado. Dessa forma, de acordo com o autor, a variação de qualquer ativo pode ser obtida pela identidade:

$$k = p.q \quad (1)$$

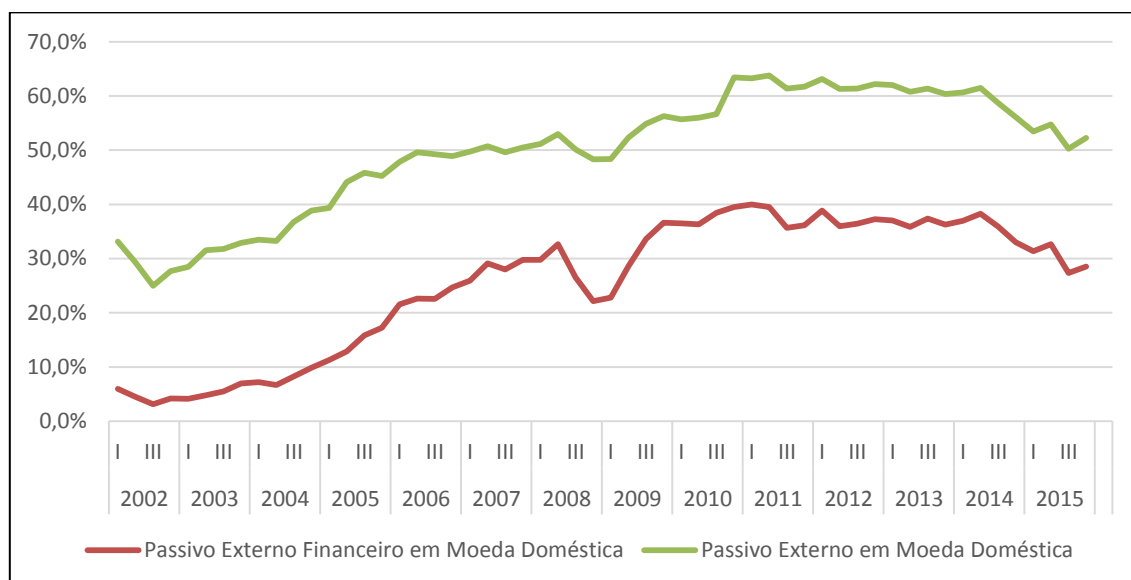
Em que o valor (k) de um determinado estoque de ativos em um dado momento do tempo depende da quantidade do ativo em estoque (q) e do seu preço (p) naquele dado momento. Neste caso, as variações em (q) correspondem às quantidades, observadas nos fluxos do balanço de pagamentos (ex: uma entrada de investimento direto estrangeiro na conta financeira, registrada no balanço de pagamentos, causa uma elevação do passivo externo bruto, na PII, no mesmo montante). Já as variações em (p) são causadas por fatores patrimoniais e podem ser independentes dos fluxos do BP (ex: quando a Bolsa de Valores no Brasil apresenta uma elevação do índice Ibovespa, o passivo externo do Investimento em Carteira se eleva).

Noije (2014), partindo da análise da esfera financeira, pretende inferir de que forma a magnitude e a composição dos estoques externos influenciam a vulnerabilidade externa. De acordo com o autor, a acumulação de um passivo externo líquido elevado está atrelada à diminuição do poder efetivo e uma perda de autonomia na política econômica, representando a ampliação da vulnerabilidade externa. Contudo, além dessa análise quantitativa, também é necessário uma análise qualitativa dos estoques externos, através da apreciação de sua composição. De acordo com o autor, o acúmulo de passivos externos em moeda doméstica, mesmo que elevados, representam um aspecto positivo, pois esse tipo de passivo tende a se desvalorizar nas crises.

O Gráfico 1 permite analisar a evolução da composição do passivo externo bruto e do passivo externo financeiro bruto (seguindo a definição de Gonçalves, 2012a). É inequívoco o processo de “desdolarização”, nos termos de Biancarelli (2012), ou seja, do aumento da

participação dos compromissos externos denominados na moeda nacional. Considerando o passivo externo bruto, a participação relativa praticamente dobra, de 30% no início dos anos 2000 para aproximadamente 60%. Nos termos do passivo externo financeiro bruto a elevação é ainda maior, de 5% para 35% entre 2002 e 2015.

Gráfico 1: Composição do Passivo Externo brasileiro, (%), 2002-2015.



Fonte: Banco Central; elaboração própria.

Nota (1): Passivos em Moeda Doméstica foi considerado como a soma entre os títulos de renda fixa emitidos no país, as ações emitidas no país e o investimento direto estrangeiro relativo a “participação no capital”.

Nota (2): Segundo a definição de Gonçalves (2012a), o passivo externo financeiro corresponde ao passivo externo bruto total menos o estoque de IDP na categoria “participação no capital”. O passivo externo financeiro líquido, deduziria do passivo externo financeiro os ativos de reserva.

A composição da PII é relevante, de acordo com Noije (2014), pois a dinâmica de evolução dos estoques externos adquire certa autonomia em relação aos saldos das transações correntes, dependendo cada vez mais das mudanças de valor dos próprios estoques – vale apontar que Lara (2014) chega às mesmas conclusões. Tal dinâmica de evolução dos estoques externos é causada por dois fatores principais: a) dado que existe um descasamento de moedas entre os passivos e ativos externos, as variações cambiais alteram o saldo da PII; b) grande parte desses estoques externos se enquadra no conceito de capital fictício descrita por Marx (2008), no sentido de que a valorização do capital fica crescentemente relacionada com a variação de preço dos ativos, isto é, no esquema D-D’ preconizado pelo autor.

Analisando o caso brasileiro, como seria de se esperar, o aumento da abertura financeira, observada desde a década de 1990, foi acompanhada de uma expressiva entrada de capitais de caráter mais especulativo e volátil na economia nacional, resultando, do ponto

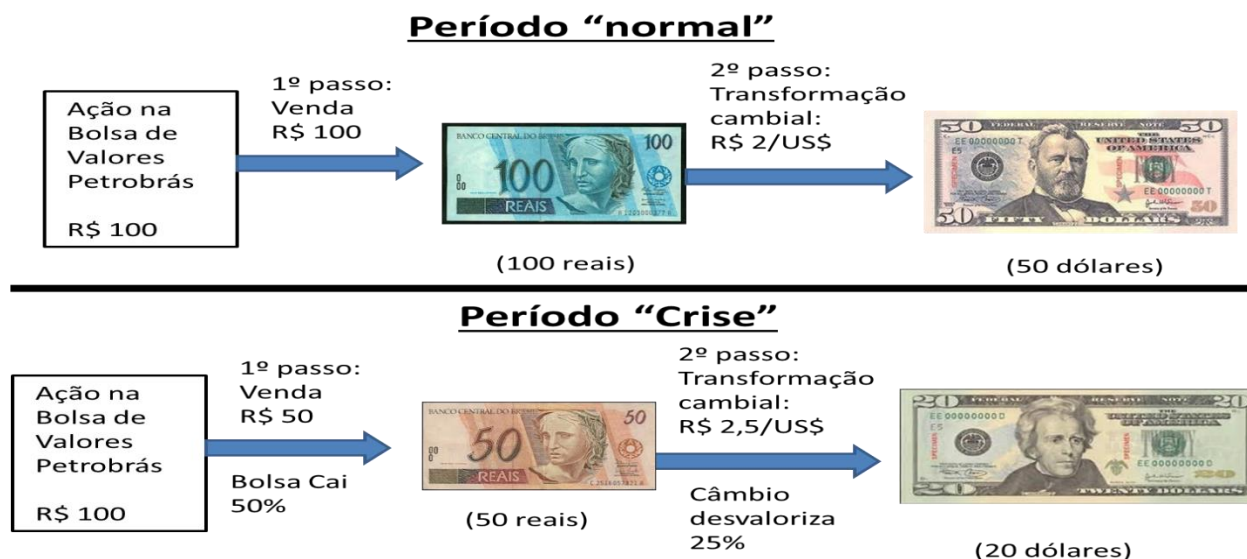
de vista quantitativo, em grande aumento do passivo externo líquido, sugerindo uma piora da vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Entretanto, do ponto de vista qualitativo, ocorreu uma mudança significativa na composição da PII brasileira desde meados da década passada, já que aumentou a participação dos passivos externos denominados em moeda doméstica e estes tendem a sofrer, de acordo com Biancarelli (2014) e Noiye (2014), uma dupla desvalorização – câmbio e preço - em momentos de crise.

O Quadro 1 apresenta um exemplo hipotético que busca ilustrar tal situação, mostrando que em um período “normal” o investidor estrangeiro que detenha um investimento na Bolsa de Valores Brasileira no valor de 100 reais e que decida retirar os recursos do país, fará uma venda da ação, obtendo 100 reais, fazendo um segundo passo que é a transformação cambial, obtendo 50 dólares ao se considerar uma taxa de câmbio de 2 reais por dólar. Entretanto, em uma situação de Crise, supondo-se um cenário de queda das cotações da Bolsa de Valores de 50% – ou da ação retida pelo agente, no caso hipotético, da Petrobrás – e uma desvalorização cambial de 25%, teremos como resultado que o investidor sofrerá uma queda substancial caso mantenha a decisão de sair do país, retirando apenas 20 dólares ao invés dos 50 dólares do período de normalidade. Tal fato ocorre, pois o investidor precisa dar 2 “saltos” para retirar seu dinheiro do país e em uma situação de crise a tendência é que tanto a Bolsa de Valores esteja com as cotações em queda como o câmbio esteja se desvalorizado. Diante de tal cenário, muitos investidores acabam optando por não retirar seus recursos do país, com o intuito de evitar perdas expressivas, além de se observar uma queda do passivo externo bruto preponderantemente por fatores patrimoniais e não pela retirada dos capitais. Assim, a pressão gerada pela escassez de divisas fica amenizada, pois os riscos cambial e de mercado são dos investidores estrangeiros.

## Quadro 1

Saída de passivo externo na Bolsa de Valores em período “normal” e em Crise



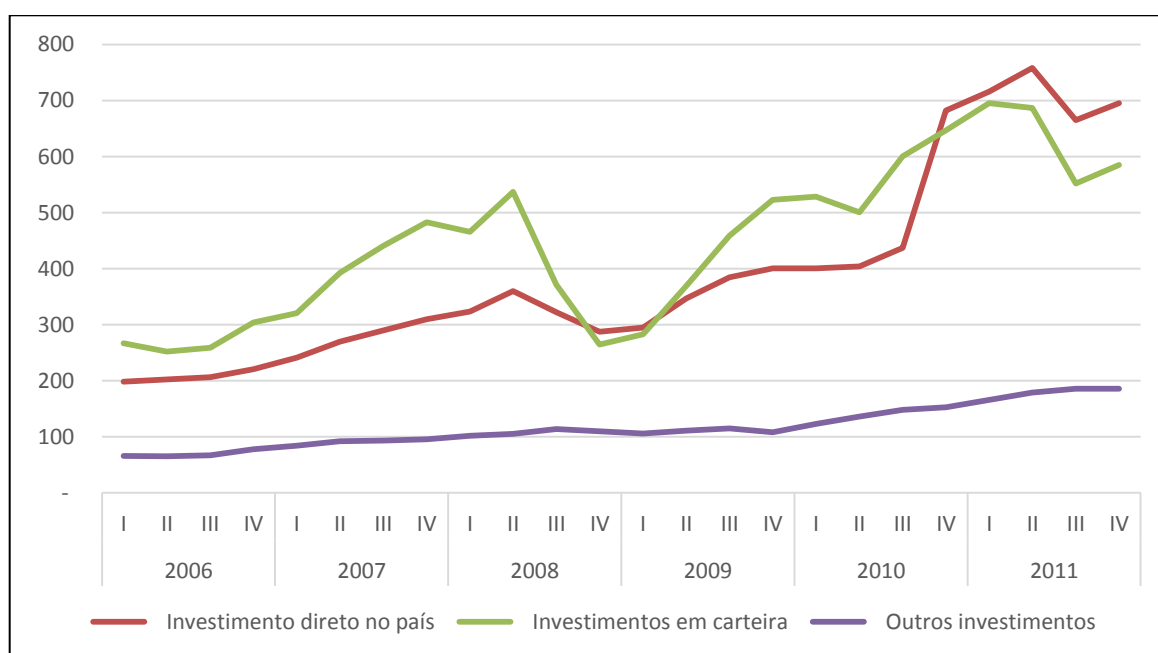
Fonte: Elaboração Própria

Notas: (1) Exemplo hipotético, simulando os efeitos de uma crise que cause 50% de queda na Bolsa de Valores e 25% de desvalorização cambial; (2) buscou-se simplificar o máximo possível o exemplo, portanto, desconsideram-se quaisquer taxas, impostos ou similares que afetem as operações.

Dessa maneira, nos momentos de maiores dificuldades a variação de preços dos estoques externos, nessa composição da PII, se mostra benéfica para o país, caracterizando assim uma menor vulnerabilidade externa na esfera financeira, embora essa dimensão seja pouco destacada. Para averiguar se o duplo efeito de desvalorização realmente ocorreu, mostra-se o gráfico 2. Em primeiro lugar, o que se nota é que, em termos quantitativos, o passivo externo apresenta uma expressiva elevação ao longo do período – o passivo externo bruto, que engloba os diversos tipos de passivos mostrados no gráfico 2, passa de 531 bilhões de dólares em março de 2006 para 1.471 bilhões em dezembro de 2011<sup>5</sup> -, em grande parte por fatores patrimoniais. Entretanto, o momento mais crítico do período, que foi setembro de 2008, por conta da eclosão da grande crise internacional, foi caracterizada por uma grande diminuição do passivo externo brasileiro, sobretudo na modalidade de investimento em carteira, que passou de aproximadamente 530 bilhões de dólares em junho de 2008 para 270 bilhões em dezembro de 2008. Tal fato foi causada principalmente por fatores patrimoniais (Lara (2014), Noiye (2014), Biancarelli (2014), Rosa (2016)), sendo um forte indício da dupla desvalorização do passivo externo em momentos de crise, pelo efeito câmbio e pelo efeito preço.

<sup>5</sup> Optou-se por construir o gráfico com um período mais reduzido para destacar o ano de 2008. De qualquer forma, isso não afeta em nada a análise que é realizada.

Gráfico 2: Passivo Externo Brasileiro, 2006-2011, (US\$ bilhões)



Fonte: banco central; elaboração própria

Uma evidência de que o país reduziu o que Noiye (2014) denomina de vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos é justamente essa forte contração do passivo externo bruto no ano da grande crise global de 2008, aspecto que amenizou a fuga de capitais e, portanto, que foi um dos fatores que permitiu que o governo federal respondesse à crise adotando medidas monetárias e fiscais anticíclicas, estímulo que condicionou uma recuperação mais rápida da economia doméstica em relação à maioria dos outros países. Em outros termos, um instrumento “utilizado” contra a crise, sob essa nova configuração do passivo externo, é a desvalorização cambial e a queda dos preços dos estoques externos, situação que tende a ocorrer nas crises externas, assim, pode-se considerar que os custos impostos pelo ajuste são menores, situação muito diferente de quando o país tinha uma elevada dívida externa.

Adicionalmente, observa-se que diminuiu a participação dos passivos externos denominados em moeda estrangeira, ficando menores do que as reservas internacionais (Lara (2014), Biancarelli (2014), Noiye (2014)). Tal aspecto também foi benéfico para fortalecer a posição externa brasileira, entretanto, como mostram Noiye e De Conti (2016), o carregamento das reservas internacionais tem um elevado custo, pois a rentabilidade delas é substancialmente inferior do que a rentabilidade dos passivos externos, gerando impactos na conta de rendas do balanço de pagamentos. Tal aspecto também é apontado, conforme a

seção anterior, por Gonçalves (2014), ou seja, quanto a isso não existe uma divergência em relação ao arcabouço do autor.

A maior abertura da conta financeira ao longo dos anos 2000 teve como consequência uma forte volatilidade na entrada e saída de capitais e em muitos momentos o país acabou convivendo com o excesso de entrada de capitais estrangeiros em relação às necessidades das transações correntes, resultando no aumento das reservas internacionais acumuladas, o que melhora a solvência externa, mas também tende a levar à apreciação do real, fator que tende a piorar o saldo das transações correntes. Tal situação contraditória permitiu análises que tanto considerassem que a vulnerabilidade externa piorou, quanto que melhorou.

Tentando fazer uma comparação entre os trabalhos, é possível apresentar quais os impactos da nova configuração do passivo externo para as análises de vulnerabilidade a partir dos diferentes conceitos apresentados. A vulnerabilidade-estoque de Noiye e De Conti (2016) poderia ser considerada como parecida com a vulnerabilidade externa conjuntural, apresentada por Gonçalves (2014). Como argumentado, a capacidade de desvalorização dos estoques externos em tempos de crise possibilitaria a redução dos custos e ampliaria as opções para a realização do ajuste externo, nos termos em que Gonçalves define a vulnerabilidade externa conjuntural. Logo, argumenta-se que a nova composição do passivo externo brasileiro reduz a vulnerabilidade externa conjuntural da economia, elemento que não é destacado pelo autor.

Gonçalves (2012a) afirma que a nova composição do passivo externo ampliaria a vulnerabilidade externa estrutural por dois fatores principais: a possibilidade de uma fuga generalizada de capitais investimentos no país (sobretudo em carteira) e custos relacionados a esse passivo, expresso na conta de rendas do Balanço de Pagamentos. Apesar de reconhecer que em 2008 houve uma redução do passivo externo em virtude da desvalorização dos estoques, esse elemento não é citado como um ponto positivo na redução da vulnerabilidade, nem do ponto de vista conjuntural nem do ponto de vista estrutural. Por fim, o autor é enfático ao afirmar que seria melhor do ponto de vista da vulnerabilidade externa estrutural acumular passivo externo na forma de dívida externa denominada em moeda estrangeira.

Essa nova composição da PII brasileira – com grande participação de passivos em moeda doméstica, ampliação das reservas internacionais e passivos externos com rentabilidade maior do que os ativos externos – fez com que o que Noiye e De Conti (2016) denominaram de vulnerabilidade-estoque diminuísse, ao menos no curto prazo. Mas que, no longo prazo, ampliou o que eles denominaram de vulnerabilidade-fluxo, situação que acabou

cristalizando a dependência dos financiamentos externos, principalmente para fazer frente ao pagamento de rendas do elevado passivo externo líquido que se formou.

Noije e De Conti (2016, p.209) destacam que o status da moeda doméstica no plano internacional impacta a vulnerabilidade externa, de modo que “os países de moeda central tendem a apresentar menor vulnerabilidade externa, ao passo que os periféricos são mais suscetíveis às variações na oferta de divisas, decorrentes das distintas etapas dos ciclos de liquidez internacional”. Logo, a hierarquia de moedas impactaria a vulnerabilidade externa (Prates, 2005; Corrêa e Pereira, 2016), nos termos discutidos na primeira seção, de forma estrutural, sendo relacionada a um fator de inserção externa desses países.

Em suma, a mudança na composição do passivo externo tem se mostrado persistente ao longo do tempo e não apenas temporária, possivelmente inaugurando uma nova etapa da vulnerabilidade externa brasileira na ótica monetário-financeira do ponto de vista dos estoques, que durante muito tempo foi essencialmente pautada nos dados sobre dívida externa. Com base nos argumentos teóricos expostos sobre vulnerabilidade externa, argumenta-se que a vulnerabilidade externa conjuntural por essa ótica se reduziu, embora nas questões estruturais – aqui mais relacionadas à inserção externa – os desafios permanecem enormes.

#### **4. Considerações Finais**

A importância dos estudos relativos à vulnerabilidade externa é crescente, sobretudo com o aprofundamento da integração econômica entre os distintos países do globo, tanto no plano comercial quanto no financeiro. O atual artigo abordou a análise da esfera financeira, buscando contribuir com o debate de como as finanças internacionais afetam a vulnerabilidade externa, isto é, em última instância buscou-se discutir de que forma a integração financeira interfere nas possibilidades de crescimento econômico e do desenvolvimento dos países.

Mostrou-se que no debate brasileiro recente sobre a vulnerabilidade externa, destacam-se as contribuições teóricas e as análises empíricas apresentadas por autores alinhados a visão denominada de “Vulnerabilidade Externa no Modelo Liberal Periférico”. Considerou-se no atual artigo que esse arcabouço teórico pode ser aprimorado em um ponto particular, dessa forma, o objetivo foi fazer uma crítica construtiva, especialmente sobre a vulnerabilidade externa na esfera monetário-financeira, mais especificamente sobre o papel

desempenhado pelos estoques externos, mostrando que ocorreu uma importante mudança na composição dos estoques externos da economia brasileira, com expressiva ampliação da participação do passivo externo denominado em moeda doméstica (seja pelo aumento dos investimentos em carteira na bolsa e títulos de renda fixa, seja pelo investimento direto estrangeiro), fator que tendeu a diminuir a vulnerabilidade externa do país na esfera monetária e financeira, tal qual se pôde constatar na crise internacional eclodida em 2008. Isso porque o grande acúmulo de um passivo externo na forma de capital fictício, que aparentemente tende a ampliar a vulnerabilidade externa, acaba apresentando um aspecto positivo: o caráter fictício desse capital acaba se manifestando justamente na crise, portanto, a perda de valor do passivo representa uma melhora para as contas externas brasileiras.

Além disso, considerou-se importante, para a análise da vulnerabilidade externa, estudá-la dentro de um arcabouço que contemple a hierarquia do Sistema Monetário Internacional, uma vez que os países emissores de moedas periféricas não conseguem que suas moedas desempenhem as funções clássicas da moeda em âmbito internacional, gerando maiores taxas de juros para eles e recorrentes dificuldades para se obter financiamento de longo prazo. Acredita-se que a incorporação desse arcabouço da hierarquia das moedas contribuiria para a análise da vulnerabilidade externa, assim como uma melhor compreensão sobre a nova composição dos estoques externos, primordialmente formado por passivos denominados em moeda doméstica, situação que tende a gerar menores custos nas situações de crises internacionais.

## **Referências Bibliográficas**

BIANCARELLI, A. “Riscos na travessia? O financiamento externo e os desafios futuros da economia brasileira”. *Desafios do Desenvolvimento Brasileiro*. Brasília: IPEA, 2011, v., p. 87-102.

CORRÊA, V. P.; PEREIRA, V. P. *Hierarquia de Moedas e Fluxos de Capitais para Países Periféricos: a Vulnerabilidade dessa Equação no Período Pós-2008. O futuro do desenvolvimento: ensaios em homenagem a Luciano Coutinho*. 1ed. Campinas: UNICAMP, IE, 2016, v. 1, p. 152-180.



CARCANHOLO, M. D.; PAINCEIRA, J. P. Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina na década de 90. In: VII Encontro Nacional de Economia Política, 2002, Curitiba. Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política, 2002. v. 1. p. 1-20.

CARCANHOLO, M. D.. Inserção Externa e Vulnerabilidade da Economia Brasileira no Governo Lula. In: Magalhães, J.P. de A.. (Org.). Os Anos Lula: contribuições críticas para um balanço crítico 2003-2010. 1ed. Rio de Janeiro: Garamond, 2010, v. 1, p. 109-131.

CARCANHOLO, M. D. ; PINTO, E. C.; FILGUEIRAS, L. GONÇALVES, R. Crise financeira internacional - natureza e impacto. São Paulo: Jubileu Sul Brasil, 2008.

FERREIRA, T. C. A dúvida dos Frágil 5 : Uma análise sobre a Vulnerabilidade Externa. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, UFRGS, 2015.

FILGUEIRAS, L.; GONÇALVES, R. . A Economia Política do Governo Lula. Rio de Janeiro: Contraponto, 2007. 263p.

FILGUEIRAS, L.; PINHEIRO, B.; PHILIGRET, C M. B. ; BALANCO, P . Modelo liberal-periférico e bloco de poder: política e dinâmica macroeconômica nos Governos Lula. Os anos Lula: contribuições para um balanço crítico 2003-2010. 1aed. Rio de Janeiro: Garamond, 2010, v. , p. 35-69.

FILGUEIRAS, Luiz. A natureza do atual padrão de desenvolvimento brasileiro e o processo de desindustrialização. In: Inez Silvia Batista Castro. (Org.). Novas interpretações desenvolvimentistas. 1aed. Rio de Janeiro: Centro Celso Furtado, 2013, v. 01, p. 371-450.

GONÇALVES, R.; BAUMANN, R. ; CANUTO, O. ; PRADO, L. . A Nova Economia Internacional. Uma Perspectiva Brasileira. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

GONÇALVES, R.. Balanço crítico da economia brasileira nos governos do Partido dos Trabalhadores. In: Earp, Fábio Sá; Bastian, Eduardo F.; Modenesi, André M.. (Org.). Como vai

o Brasil? A Economia Brasileira no Terceiro Milênio. 1ed.Rio de Janeiro: Imã Editorial, 2014, v. , p. 33-61.

GONÇALVES, R.; Filgueiras, L.; CARCANHOLO, M.; PINTO, E. Vulnerabilidad estructural externa em América Latina. In: Basualdo, Eduardo; Arceo, Enrique. (Org.). Los condicionantes de la crisis en América Latina. Inserción internacional y modalidades de acumulación. Buenos Aires: CLACSO, 2009, v. , p. 119-138.

GONÇALVES, R. Economia Política Internacional. Fundamentos Teóricos e as Relações Internacionais do Brasil. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. v. 1. 319p.

GONÇALVES, R. Ciclo Econômico e Vulnerabilidade Externa Estrutural. Mimeo, 2012.

GONÇALVES, R.. Governo Lula e o nacional-desenvolvimentismo às avessas. Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política, v. 31, p. 5-30, 2012.

LARA, F. M. Comportamento do passivo externo líquido brasileiro entre 2001 e 2013: o papel dos fatores patrimoniais. *Indicadores Econômicos FEE (Online)*, v. 42, p. 9-22, 2014.

MARX, K. ([1867] 2008). O Capital- Livro III. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.

NOIJE, P. V. Vulnerabilidade externa e composição da posição internacional de investimentos: Brasil 2001-2010. *Revista de Economia Política*, vol. 34, nº 3 (136), pp. 471-484, julho-setembro/2014.

NOIJE, P. V. e DE CONTI, B. M. A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010. *Nova Economia*, v.26 n.1 p.207-239, 2016

PRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro - RJ mai/ago, v. 9, n.2, p. 263-288, 2005.

ROSA, R. S. Passivo externo e "desdolarização": a vulnerabilidade externa brasileira em mutação. Dissertação de Mestrado, Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, 2016.