

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO - PUC-SP
FACULDADE DE ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO**

**CICLO REFLEXO E VULNERABILIDADE EXTERNA: O CASO BRASILEIRO NA
PRIMEIRA DÉCADA DO SÉCULO XXI**

Juliana Aragão Galdeano

Orientador: Prof. Dr. João Machado Borges Neto.

**São Paulo
2012**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
FACULDADE DE ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO**

Juliana Aragão Galdeano
Código de Matrícula: 10101010

**CICLO REFLEXO E VULNERABILIDADE EXTERNA: O CASO BRASILEIRO NA
PRIMEIRA DÉCADA DO SÉCULO XXI**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

**Dissertação apresentada à Banca
Examinadora da Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo, como exigência
parcial para obtenção do título de
Mestre em Economia, sob a orientação
do Prof. Dr. João Machado Borges Neto.**

**São Paulo
2012**

Errata

Na dedicatória, esqueci de incluir os nomes completos dos meus pais: Mary Glauce Santos Aragão e Rogélio Miguel Galdeano Filho.

Nos agradecimentos, faltou agradecer especificamente às minhas irmãs, Luciana Aragão Galdeano e Marcela Aragão Galdeano, as quais foram bastante atenciosas e carinhosas comigo durante a feitura deste trabalho. Elas resolveram a maior parte das coisas que normalmente ficam sob minha responsabilidade, para que eu pudesse ter mais tempo para estudar. Luciana, obrigada pelos lanches, almoços e jantares que você me trouxe no quarto, para eu não ficar sem comer durante muito tempo, e Marcela, obrigada por ter me ajudado na empresa, para eu poder tirar folga para escrever a dissertação.

Também gostaria de agradecer aos amigos: Ernesto Augusto Moura, Ivan Paixão, Marianna Percinio e Cristiane Mancini.

Na epígrafe:

“Practical men, who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influences, are usually the slaves of some defunct economist. Madmen in authority, who hear voices in the air, are distilling their frenzy from some academic scribbler of a few years back.”

(KEYNES, 1936)

Parte do texto saiu em negrito e parte não. Considerar sem negrito.

P.12: Na 3ª linha do 3º parágrafo, onde se lê “inadequada”, deve-se ler “inadequado”.

P.14: A tentativa de modelagem está na segunda seção do capítulo 1, ao contrário do que é dito na 4ª e 5ª linhas do 3º parágrafo.

P.17: A referida passagem está na p. 21 do artigo de Minsky, e não nas pp. 2 e 3 como foi escrito. E a passagem foi traduzida livremente por esta autora.

P.22: Na segunda linha do 1º parágrafo: onde se lê: “dado que seu crescimento não depende apenas de sua conjuntura econômica interna”, considerar “dado que seu crescimento não depende apenas de sua conjuntura econômica interna”.

P.25: Na 2ª linha do 5º§, onde se lê “renunciar a liquidez”, considerar “renunciar à liquidez”

P.33: No subitem 1.3.1, há uma citação de Keynes em epígrafe, esta deve ser desconsiderada.

P.35: O penúltimo parágrafo foi baseado em leituras da Teoria Geral de Keynes, 1936.

P.43: No final da 4ª linha do 3º parágrafo, há repetição do artigo “a” em “a adoção”. Na 2ª linha do 4º parágrafo, há erro de digitação. Considerar “pouco tempo depois”.

P.47: No 2º parágrafo do item 2.2, na terceira linha

P.50: Na 1ª linha do 2º parágrafo, a palavra “indícios” deve ser considerada no singular “indício”

P.51: 2º parágrafo: A taxa de juros (SELIC) em 2001, na realidade, aumentou para 19% e não “em 19%” como está escrito. E foi a taxa de juros real que chegou a superar 12% a.a., e não a SELIC como está escrito. Estes dados constam do trabalho “Controle da Dívida Pública e Política Fiscal: uma Alternativa para um Crescimento Autosustentado da Economia Brasileira.” (OREIRO, SICSÚ e PAULA, 2004, p.136) e não como está escrito na 3ª linha deste parágrafo. O dado de crescimento econômico real, apresentado neste parágrafo, também foi obtido no texto de Oreiro, Sicsú e Paula (2004, p.136). 5º parágrafo: Diferentemente do que foi dito neste parágrafo, a razão dívida pública/PIB aumentou 3,22% em 2001. Dados de Oreiro, Sicsú e Paula (2004, p.136).

P.57: Figura 10 saiu desconfigurada: Considerá-la assim.

P.81: Figura 32; Na descrição do eixo Y, favor considerar em adendo que os valores deste eixo representam para quantos períodos (em anos), as reservas do país são suficientes para cobrir suas importações.

P.83: §1. De qualquer forma, o Investimento Externo Líquido é parte significativa do Passivo Externo Líquido.

P.89. §3, desconsiderar “que” Considerar: “É válido destacar a correlação entre...”

p.94. §5, L2. A conjunção coordenativa aditiva “e” foi repetida por erro de digitação.

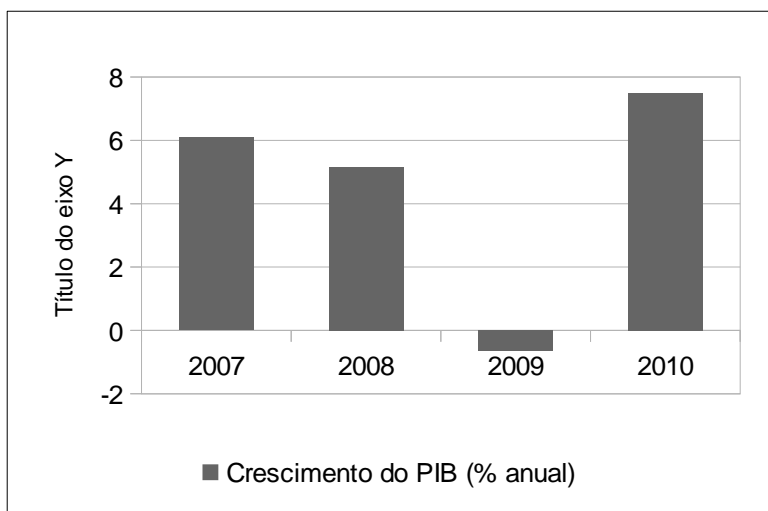
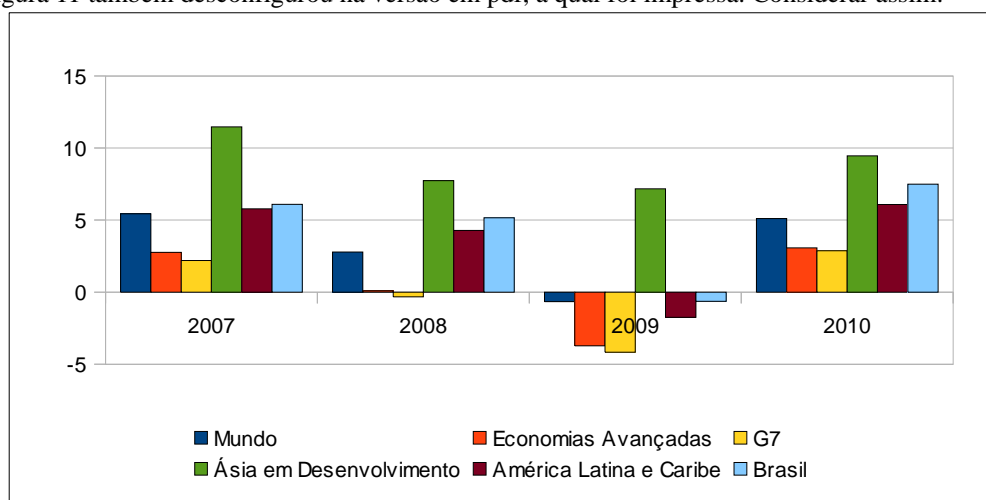


Figura 11 também desconfigurou na versão em pdf, a qual foi impressa. Considerar assim:



P.58: 4º parágrafo – houve repetição de “se” na 1ª linha.

P.62: §1. L2: Impactam.

P.65: § 2, L4. Ocorre crise em “anterior à ruptura...”

P.78: Figura 29: Favor considerar como segue:

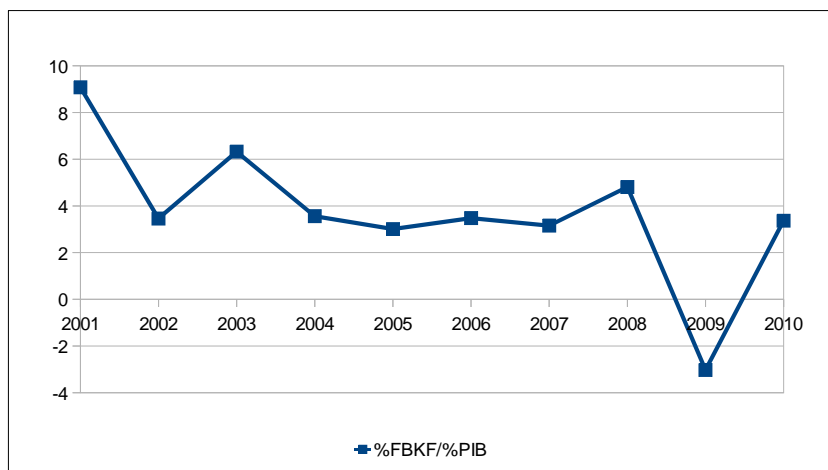


Figura 29 – Variação da Formação Bruta de Capital Fixo/Crescimento Econômico. Elaboração própria com dados extraídos do Banco Central do Brasil.

Sumário

Introdução	4
1 Referencial Teórico para a Teoria do Ciclo Reflexo	7
1.1 A Hipótese da Instabilidade Financeira	7
1.1.1 Hipótese da Instabilidade Financeira e sua aplicação a uma economia aberta.....	10
1.2 Ciclo Reflexo de Crescimento de Economias Vulneráveis Ante as Oscilações da Liquidez Internacional.....	12
1.2.1 Poupança Externa e suas Consequências.....	14
1.2.1.1 Poupança Externa: Condições de Oferta – Liquidez Internacional.	14
1.2.1.1.1 Hedge Lewis, Especulador Smith e “Carlo” Ponzi.....	15
1.2.1.1.2 Como mensurar a Liquidez Internacional?	16
1.2.1.1.3 Por que a liquidez internacional se expande?	16
1.2.1.2 Poupança Externa: A Demanda - Absorção de Poupança Externa	22
1.2.1.2.1 O que é Poupança Externa?.....	22
1.3 Motivações Pelas Quais os Países Recorrem à Poupança Externa: aumento do investimento versus adequação às recomendações dos organismos financeiros internacionais.....	25
1.3.1 Adequação às recomendações de organismos financeiros internacionais.	25
1.3.2 Aumento do Investimento	26
1.4 Efeitos da Captação de Poupança Externa: crescimento econômico versus aumento da vulnerabilidade externa.	29
1.4.1 Crescimento Econômico	31
1.4.2 Aumento da Vulnerabilidade Externa	32
1.4.3 Crescimento Econômico Versus Aumento da Vulnerabilidade Externa	33
2 Histórico do Brasil de 1999-2009	35
2.1 Prólogo - Plano Real (1994-1999)	35
2.2 Overshooting do câmbio e Recuperação Econômica	40
2.3 Eleições e Crise Argentina	42
2.3.1 Pleito presidencial e Tensão Doméstica e Internacional	42
2.3.2 Crise Argentina e Impactos Sobre a Economia Brasileira.....	44
2.4 O Brasil no Mundo – Um retrato econômico do Brasil no período de prosperidade mundial de 2003 a 2007.	47
2.5 Crise Mundial e seus impactos sobre a economia brasileira	50
3 Vulnerabilidade Externa no Brasil (1999-2009)	56
3.1 Cálculo e Interpretação dos indicadores.....	57
3.1.1 Indicador 1 – Capacidade cambial de pagamento do serviço da Dívida	57
3.1.1.1 Cálculo Indicador 1.....	57
.....	57
Figura 13 – Indicador 1. Reservas Internacionais/Serviço da Dívida	57
Elaboração própria com dados extraídos das fontes: Banco Mundial e Banco Central do Brasil.....	57
3.1.1.2 Interpretação Indicador 1	57
3.1.2 Indicador 2 -Proporção do Serviço da Dívida sobre as Exportações.	58
3.1.2.1 Cálculo Indicador 2.....	58
3.1.2.2 Interpretação Indicador 2	58
3.1.3 Indicador 3 - Saldo em conta corrente/ Exportações.....	59
3.1.3.1 Cálculo Indicador 3	59
.....	59
3.1.3.2 Interpretação Indicador 3	59
3.1.4 Indicador 4 -Reservas Internacionais/Exportações.....	59
3.1.4.1 Cálculo Indicador 4.....	60
3.1.4.2 Interpretação Indicador 4	61

3.1.5	Indicador 5 - Dívida Externa Total /Exportações.	61
3.1.5.1	Cálculo Indicador 5	61
3.1.5.2	Interpretação Indicador 5	62
3.1.6	Indicador 6 – Dívida Externa Líquida sobre Exportações.....	62
3.1.6.1	Cálculo Indicador 6.....	62
3.1.6.2	Interpretação Indicador 6	63
3.1.7	Indicador 7 – Reservas Internacionais/Dívida Externa Total	63
3.1.7.1	Cálculo Indicador 7.....	63
3.1.7.2	Interpretação Indicador 7	64
3.1.8	Indicador 8 – Dívida Externa Total/PIB	65
3.1.8.1	Cálculo Indicador 8.....	65
3.1.8.2	Interpretação Indicador 8	65
3.1.9	Indicador 9.....	66
3.1.9.1	Cálculo Indicador 9 – Dívida Externa Líquida/PIB.....	66
3.1.9.2	Interpretação Indicador 9	66
3.1.10	Indicador 10 – Serviço da Dívida/PIB	67
3.1.10.1	Cálculo Indicador 10.....	67
3.1.10.2	Interpretação Indicador 10	69
3.1.11	Indicador 11 – Saldo em Transações Correntes/PIB (%)	70
3.1.11.1	Cálculo Indicador 11	70
3.1.11.2	Interpretação Indicador 11	70
3.1.12	Indicador 12 – Dívida de Curto Prazo/Exportações.	71
3.1.12.1	Cálculo Indicador 12.....	71
3.1.12.2	Interpretação Indicador 12	72
3.1.13	Indicador 13 – Dívida de Curto Prazo/Dívida Externa Total.	73
3.1.13.1	Cálculo Indicador 13.....	73
3.1.13.2	Interpretação Indicador 13	73
3.1.14	Indicador 14 – Dívida de Curto Prazo/Reservas	74
3.1.14.1	Cálculo Indicador 14.....	74
3.1.14.2	Interpretação Indicador 14	74
3.1.15	Indicador 15.....	75
3.1.15.1	Cálculo Indicador 15 – Passivo Externo Líquido/PIB.....	75
3.1.15.2	Interpretação Indicador 15	75
3.1.16	Indicador 16 – Variação das Reservas/Exportações.	80
3.1.16.1	Cálculo Indicador 16.....	80
3.1.16.2	Interpretação Indicador 16	81
3.1.17	Indicador 17.....	81
3.1.17.1	Cálculo Indicador 17.....	81
3.1.17.2	Interpretação Indicador 17	82
3.2	Panorama da vulnerabilidade no Brasil de 1999 a 2009	83
	Nesta seção far-se-á um panorama da vulnerabilidade brasileira de 1999 a 2009, concatenando-se os resultados obtidos nos dezessete indicadores de vulnerabilidade.	83
4	Ciclo Reflexo na Economia Brasileira	86
4.1	Liquidez Internacional e Captação de Poupança Externa	86
4.2	Captação de Poupança Externa e Atividade Econômica	89
4.3	Liquidez Internacional e Crescimento Econômico: Há Configuração de Ciclo Reflexo na Economia Brasileira na primeira década do séc. XXI?.....	91
	Conclusões	97

Folha de Aprovação

Banca Examinadora

DEDICATÓRIA

A meus pais, os quais, cada um a seu jeito, me incentivaram a continuar minhas pesquisas, e sobretudo, pela expressão de alegria em seus rostos quando fui aceita no Programa de Mestrado em Economia Política da PUC-SP.

Ao amor da minha vida, Fillipe Pereira Sibioni, pelo apoio incondicional, carinho e compreensão, e por todo o incentivo.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, pela saúde e pela oportunidade de realizar esta pesquisa.

Agradeço ao meu orientador João Machado Borges Neto, pelas orientações constantes e produtivas, por me mostrar o caminho e me brindar com tanto conhecimento.

Agradeço à minha família pelo apoio e pela paciência com a minha falta de tempo.

Agradeço a Fillipe Pereira Sibioni pelo amor e carinho incondicional, pela compreensão, e por me incentivar durante todo este tempo.

Agradeço ao Prof. Carlos Eduardo Carvalho e ao Prof. Dr. Rogério César por terem aceitado participar da minha qualificação de mestrado e por suas opiniões valiosas.

Agradeço ao Prof. Dr. Paulo Rogério Scarano por ter me introduzido à temática da vulnerabilidade e do ciclo reflexo.

Agradeço ao Prof. Dr. Marcelo Dias Carcanholo pelas ajuda com os indicadores de vulnerabilidade.

A Sonia Santos Petrohilos pela amizade e orientação.

Agradeço à Vânia Ramos pelo incentivo e pela amizade.

EPÍGRAFE

“Practical men, who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influences, are usually the slaves of some defunct economist. Madmen in authority, who hear voices in the air, are distilling their frenzy from some academic scribbler of a few years back.”
(KEYNES, 1936)

RESUMO

As crises, cada vez menos esparsas do sistema econômico mundial, tornam necessárias investigações acerca de suas causas. O padrão de dependência da América Latina e, portanto, do Brasil tem determinado historicamente a relação de seus ciclos de crescimento com o resto do mundo. A mudança de comportamento e importância do país no mundo na última década enseja a presente pesquisa.

Esta dissertação de mestrado realizou um estudo teórico-empírico sobre a configuração (ou não) do Ciclo Reflexo na Economia Brasileira. Para tanto, partiu-se, no primeiro capítulo, da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky, aplicando-a a economias abertas até a exposição dos conceitos de Ciclo Reflexo e de Vulnerabilidade Externa. No segundo capítulo procedeu-se a uma análise histórica da economia brasileira recente, destacando-se os principais dados de conjuntura econômica: produto, emprego, e taxa de juros. No terceiro capítulo procedeu-se a exposição de dezessete dos principais indicadores de vulnerabilidade externa, com a demonstração da evolução destes de 1980 a 2009; pretendeu-se, com isso, estabelecer o cenário da vulnerabilidade externa no Brasil no período. No quarto capítulo, procedeu-se à investigação da configuração (ou não) do ciclo reflexo no Brasil de 1980 a 2010. A pergunta de pesquisa é: o Brasil deixou de ter seus ciclos de crescimento associados aos movimentos da liquidez internacional?. Este trabalho concluiu que a vulnerabilidade externa brasileira reduziu-se substancialmente na última década (dados até 2009), e que a dependência externa teve seu grau também diminuído.

Palavras-Chave: Vulnerabilidade Externa. Ciclo Reflexo. Dependência.

ABSTRACT

The crisis, each time less sparse from the world economic system, make necessary inquiry about its causes. The standard of the dependency in Latin America and, therefore, of Brazil have determined historically the relationship of its cycles of growth with the rest of the world. The change of behavior and relevance of the country in the world in the last decade gives rise to the present research.

This dissertation of master's degree has performed a theoretical-empirical study about the configuration (or not) of the Reflex Cycle in the Brazilian Economy. For this, started, in the first chapter, of Financial Instability Hypothesis by Minsky, applying it to open economies till the exposition of the concepts of Reflex Cycle and of External Vulnerability. In the second chapter, we proceeded to a historical analysis of the recent Brazilian economy, highlighting the main data of economic conjuncture: Product, employment, and interest rate. In the third chapter, we proceed to the exposition of seventeen from the main indicators of external vulnerability, with the demonstration of their evolution from 1980 to 2009; we had pretended, with this, establish the scenario of the external vulnerability in Brazil in the period. In the forth chapter we had proceed to the investigation of the configuration (or not) of the reflex cycle in Brazil from 1980 to 2010. The research question is: Brazil ceased to have its growth cycles associated with movements in international liquidity? This work has concluded that the Brazilian external vulnerability has reduced substantially in the last decade (data till 2009), and that the dependence had its degree reduced.

Keywords: External Vulnerability. Reflex Cycle. Dependence .

Sumário

Introdução

A literatura indica que existe um ciclo reflexo entre os ciclos de variação na liquidez internacional e o crescimento econômico pertinente à captação desta poupança nos países em desenvolvimento.

Há indicações na literatura, entretantes, de que esta dependência dos países periféricos em relação aos centrais está relacionada à vulnerabilidade externa e que esta, por sua vez, está relacionada ao nível de absorção de poupança externa. O objetivo deste trabalho é realizar inicialmente uma organização deste debate, entender como esta lógica se aplica (ou não) ao caso brasileiro a partir de um histórico econômico do país e a demonstração empírica da relação entre captação de poupança externa e crescimento econômico em ciclos reflexos, e uma análise da trajetória da vulnerabilidade externa do Brasil desde a década de 1980, verificando se houve ou não uma mudança de padrão em algum momento. Este estudo é fundamental para o entendimento da lógica da dependência de poupança externa e vulnerabilidade.

A síntese neoclássica não explica e nem reconhece como sendo um problema endógeno ao seu modelo a instabilidade financeira. Esta limitação faz com que este ferramental, tão caro a outras problemáticas como aquelas de ordem microeconômica, seja inadequada para explicar a questão da instabilidade (MINSKY, 1986).

As crises menos esparsas no sistema capitalista, consequência também da modernização financeira, fazem necessário um outro instrumento analítico: a Hipótese da Instabilidade Financeira, introduzida por um pós-keynesiano legítimo, Minsky.

Busca-se aqui reintroduzir este conceito a seu lugar central dentro da análise econômica. Desta forma o principal referencial teórico e o ponto de partida de todo o trabalho será a Hipótese da Instabilidade Financeira Aplicada a uma Economia Aberta. Para a exposição e desenvolvimento deste tema serão utilizados, a princípio, os textos *Liquidez Internacional E Ciclo Reflexo* de Adriana Amado e Marco Flávio Resende (2007) e *Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os Impactos sobre Brasil, México e Argentina* de Marcelo D. Carcanholo e Juan Pablo Painceira (2002), além de recorrer ao próprio Minsky em sua Hipótese da Instabilidade Financeira (1977) e ao seu *Stabilizing an Unstable Economy* de 1986 e ao seu Mestre incontestado, John M. Keynes em sua *Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda* (1936).

Pretende-se assim organizar o debate em torno do tema, e perscrutar os meandros teóricos do ciclo reflexo de crescimento das economias periféricas ante os ciclos dos fluxos internacionais de capitais, bem como suas consequências para a vulnerabilidade externa além de esclarecer confusões

nomenclatórias que enevoam estas análises, identificando e elucidando os conceitos mais controversos deste debate, para em seguida aplicar esta teoria ao caso brasileiro e realizar as demonstrações empíricas concernentes a verificação desta teoria.

A presente Dissertação pretende responder à seguinte pergunta de pesquisa: O Brasil deixou de ter seus ciclos de crescimento associados às oscilações dos fluxos de liquidez internacional?

Como objetivos específicos pretende-se: Expor a Hipótese da Instabilidade Financeira; Demonstrar a Aplicação da Hipótese da Instabilidade Financeira Para uma Economia Aberta; Entender o Conceito de Liquidez Internacional; Elucidar os conceitos de poupança e de poupança externa. Discutir a relação entre captação de poupança externa e vulnerabilidade externa. Expor as trajetórias da Liquidez Internacional, da Captação de Poupança Externa, do Crescimento (utilizando como medida o PIB) e da Vulnerabilidade Externa, medida neste trabalho pelos seguintes indicadores de vulnerabilidade:

$$\frac{\text{Re servas Internacionais}}{\text{Serviço da Dívida}}, \quad \frac{\text{Serviço da Dívida}}{\text{Exportações}}, \quad \frac{\text{Saldo em Conta Corrente}}{\text{Exportações}},$$

$$\frac{\text{Re servas Internacionais}}{\text{Exportações}}, \quad \frac{\text{Dívida Externa Total}}{\text{Exportações}}, \quad \frac{\text{Dívida Externa Líquida}}{\text{Exportações}},$$

$$\frac{\text{Re servas Internacionais}}{\text{Dívida Total}}, \quad \frac{\text{Dívida Externa Total}}{\text{PIB}}, \quad \frac{\text{Dívida Externa Líquida}}{\text{PIB}},$$

$$\frac{\text{Serviço da Dívida}}{\text{PIB}}, \quad \frac{\text{Saldo em Transações Correntes}}{\text{PIB}}, \quad \frac{\text{Dívida De Curto Prazo}}{\text{Exportações}},$$

$$\frac{\text{Dívida De Curto Prazo}}{\text{Dívida Externa Total}}, \quad \frac{\text{Dívida De Curto Prazo}}{\text{Re servas}}; \quad \frac{\text{Passivo Externo}}{\text{PIB}}; \quad \frac{\Delta \text{Reservas}}{\text{Exportações}};$$

$$\frac{\text{Reservas}}{\text{Importações}}$$

Identificar o perfil da vulnerabilidade Externa Brasileira, e se houve mudanças no mesmo entre o período do Plano Real e o período de 2000 a 2009. Avaliar em quais períodos o Brasil apresentou maior vulnerabilidade externa e os reflexos disto em sua economia; Compreender o papel da captação de poupança externa na vulnerabilidade externa e na ocorrência do ciclo reflexo; Entender os impactos da crise econômica cujo estopim foi a descoberta de títulos podres de risco, *subprime*, ligados ao sistema hipotecário americano sobre a economia brasileira.

Os dados sobre Balanço de Pagamentos e Liquidez Internacional foram obtidos junto ao FMI, a partir da base BoP, ao Banco Mundial a partir da base WDI, à Organização das Nações Unidas (ONU) a partir da base UNDATA, ao IPEA, a partir da base IPEADATA, e ao Banco Central do Brasil.

Na primeira seção do primeiro capítulo foi realizada uma revisão bibliográfica sobre a Hipótese da Instabilidade Financeira, a aplicação da mesma a uma economia aberta, e a explanação da Teoria do Ciclo Reflexo de Crescimento das Economias Periféricas ante as oscilações da Liquidez Internacional, com uma pequena tentativa de modelagem para esta teoria.

Na segunda seção foi apresentado o conceito de Poupança Externa pelo lado da oferta considerando-se uma *proxy* à disponibilidade de recursos para a captação de poupança externa o conceito de Liquidez Internacional. Apesar de muito citado este conceito não é muito compreendido e buscou-se torná-lo mais conciso. Nesta seção demonstrou-se o cálculo da Liquidez Internacional, explicou-se a sua dinâmica, a questão das expectativas e inovações financeiras e suas respectivas definições, e a mesma seção é permeada pela discussão da dependência das economias periféricas para com os fluxos de capitais internacionais.

Na terceira seção foi apresentado o conceito de demanda por poupança externa, e buscou-se esclarecer as disparidades de nomenclatura presentes neste debate, estabelecendo também o conceito de poupança como fluxo. Pretendeu-se organizar o debate para a melhor compreensão da literatura sobre o tema, e mesmo entender como surgem estas confusões de terminologia. Nesta seção também esmiuçou-se as motivações para captação de poupança externa – ou seja para auferir déficits em transações correntes – organizando este debate entre o Motivo Investimento e o Motivo Obediência aos Organismos Financeiros Internacionais.

Na quarta seção do primeiro capítulo buscou-se expor as consequências da absorção de poupança externa. Organizou-se este debate entre Crescimento Econômico e Vulnerabilidade Externa, explicando o caráter vulnerabilizador da absorção externa. Ao final fez-se uma breve menção à estrutura desta absorção.

No segundo capítulo foi apresentado um breve histórico econômico do país de 1999 a 2009. Dividiu-se o período de 1999 a 2009 em seções cronológicas de duração variável a depender da afinidade de características apresentadas e que fazem com que alguns anos constituam, juntos, um período. Neste histórico buscou-se, também, estabelecer o cenário anterior ao período analisado. O aqui chamado prólogo deste capítulo é o período de duração do Plano Real. Este período foi utilizado como base de comparação para o período de análise ao longo de todo o trabalho. A segunda seção descreve o período de 1999~2000, comentando-se as dimensões do *overshooting* e o processo de recuperação econômica, destacando os choques externos e seus impactos sobre a economia brasileira. A terceira seção trata dos anos de 2001 e 2002, destacando a crise argentina e a tensão em torno do pleito presidencial. Na quarta seção foi exposto o papel do Brasil no pujante cenário econômico mundial apresentado entre 2003 e 2007. Na quinta seção discute-se os impactos da crise econômica internacional sobre o país, comparando o desempenho brasileiro ao de outros países e grupos econômicos.

No terceiro capítulo demonstra-se empiricamente como se deu a mudança de perfil de vulnerabilidade do Brasil e as principais políticas econômicas e ocorrências que contribuíram para tanto.. Nesta seção apuram-se todos os 17 indicadores de vulnerabilidade externa para o país, traçando o perfil da vulnerabilidade externa para o país de 1999 a 2009.

No quarto capítulo foram demonstrados os resultados empíricos no que compete à variação de liquidez internacional, a captação de poupança externa, e o crescimento econômico do país. No início desenha-se, brevemente, o panorama dos cenários interno e externo do Brasil de 1999 a 2009 enfatizando as mudanças na política econômica nacional.

As conclusões estão ao final deste trabalho.

1 Referencial Teórico para a Teoria do Ciclo Reflexo

1.1 A Hipótese da Instabilidade Financeira

Após duras críticas de Viner à sua Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, Maynard Keynes ao responder às mesmas, ressalta pontos de sua teoria que, ao seu ver, foram negligenciados por seus discípulos. Segundo ele, estes seriam os aspectos mais importantes e inovadores de seu estudo

(MINSKY,1977).

A chamada Hipótese da Instabilidade Financeira tratada por Minsky em artigo homônimo de 1977 e baseada na resposta de Keynes à Viner, é basicamente a incorporação da instabilidade como fator inerente ao sistema capitalista e a endogeneização da mesma ao modelo.

Minsky não se empenha em requerer compulsivamente a paternidade do velho mestre a esta teoria, mas, sim em demonstrar a aplicabilidade da mesma à economia contemporânea.

O Programa de Pesquisa Neoclássico não consegue explicar as crises e a instabilidade financeira e da produção como fatores endógenos ao seu modelo. Para os neoclássicos as perturbações que por acaso aconteçam na economia mundial, seja devido a problemas estruturais¹, seja devido a choques externos², constituem tão só e simplesmente anomalias com tendência a se dissipar (ainda que no longo prazo), regressando a economia, no limite, ao equilíbrio (MINSKY,1977). Deste modo, uma linha de pensamento baseada na Hipótese da Instabilidade Financeira se faz mais adequada à investigação e à explicação das crises financeiras e produtivas recorrentes e sistemáticas da economia.

A reação do mercado ante a incerteza é bastante veloz, desta forma uma reversão nas expectativas ocasiona perdas generalizadas.

A instabilidade financeira determina o nível de investimento conforme determina a relação preço dos ativos de capital e produção corrente, e o fato de determinar o investimento faz com que determine também a produção. Considerando-se que as expectativas quanto à economia e, portanto aos retornos do capital são voláteis e que o mercado financeiro financia a produção, é razoável supor que uma reversão nas expectativas dos agentes dos mercados financeiros gere uma reversão de mesmo sentido na produção corrente (MINSKY, 1977).

“Em sua refutação a Viner, Keynes insistiu que as principais proposições da Teoria Geral giram em torno das forças desequilibradoras que operam nos mercados financeiros. O desequilíbrio de forças nos mercados financeiros afeta diretamente a valorização dos ativos de capital em relação aos preços da produção corrente, e essa relação de preço, juntamente com as condições financeiras do mercado, determinam a atividade de investimento. Assim a Teoria Geral preocupa-se com a maneira pela qual esses dois conjuntos de preços (capital e ativos financeiros por um lado e produção corrente e salários por outro) são determinados em diferentes mercados e por diferentes forças em nossa economia e porque essa economia é “tão dada a flutuações”.”

MINSKY, Hyman. P. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to “Standard” Theory. Challenge. IN: JSTORE. 1977. Tradução de Juliana Aragão Galdeano. p. 2-3.

O setor financeiro financia o setor real. Keynes afirma que a instabilidade surge no setor financeiro e contamina o setor real à medida que influencia as decisões de investimento, e desta forma a incerteza é uma constante nos dois lados da balança o que faz sentido para que o sistema funcione

1 Como no caso do *subprime*, em que o governo norte-americano não regulou e/ou fiscalizou a contento o sistema bancário.

2 Caso de muitos outros países que, apesar de não partilharem dos problemas estruturais norte-americanos, sofreram abalos devido à crise originada no sistema hipotecário deste país.

(embora nem sempre de forma harmônica) (MINSKY, 1977).

Quando a economia funciona bem, em períodos de alta, é comum que o rigor na concessão de crédito diminua, até porque o risco tende a diminuir, e a persistência em restringir o crédito pode significar ao agente superavitário e em especial ao agente intermediário – o qual não é exatamente dependente dos agentes superavitários já que pode criar moeda – perda de rentabilidade e *market-share*, ou seja, ao ser mais criterioso que seus concorrentes em conceder crédito aos agentes deficitários, este agente intermediário corre o risco de perder sua fatia de mercado.

A questão de perda de *market-share* é relevante porque quanto menor o agente, mais vulnerável este é; caso um agente, um banco para exemplificar, não se adeque ao momento de mercado de uma economia em ascensão, na qual o crédito tende a ser concedido menos criteriosamente, este banco diminuirá sua parcela de participação no mercado e assim, segundo a tendência de centralização do capital, este tende ou a ser fagocitado pelos concorrentes maiores, ou a, no limite, ser expulso deste mercado.

O problema, portanto, só é verificado quando uma reversão das expectativas se traduz em uma crise de confiança, após a qual a economia mergulha em uma recessão.

Desta forma, é possível notar que os bancos agem como empresas que são: maximizam o lucro em momentos de ascensão e minimizam o prejuízo nos momentos de crise. Este comportamento, de motivações subjetivas, é que delinea os ciclos da liquidez.

Minsky (1977) classificou os tomadores de financiamentos em 3 tipos: Hedge, Especulativo e Ponzi.

O Hedge é aquele para o qual se espera que os fluxos de caixa sejam volumosos o suficiente para cobrir o total de seus compromissos financeiros, tanto o principal quanto os juros (MINSKY, 1977, 1982, 1986).

O Especulativo é aquele que, embora seus fluxos de caixa tenham um valor presente líquido maior do que seus débitos futuros, espera-se que não consiga cobrir seus compromissos integralmente, conseguindo arcar apenas com o principal, e que para pagar os juros, precise recorrer a novos empréstimos, sem contudo aumentar o seu montante devido inicialmente, já que consegue pagar pelo menos o principal com recursos próprios (MINSKY, 1977, 1982, 1986).

O Ponzi é aquele que contrai novos débitos para financiar o pagamento dos juros de suas dívidas, e como não paga o principal, aumenta o montante de seus débitos (MINSKY, 1982).

Minsky (1986, p. 231) afirma que quando de uma diminuição da renda, os devedores Hedge tendem a se tornar devedores do tipo Especulativo, os Especulativos tendem a se tornar Ponzi, e os Ponzi não conseguirão rolar suas dívidas, ou seja, os maus pagadores não honrarão seus compromissos, e mesmo os bons pagadores terão dificuldade em fazê-lo. É neste momento que acontece uma crise

do crédito, porque, com a perda da credibilidade na economia e no recebimento de seus direitos os agentes superavitários tendem a tornar-se repentinamente hiper-criteriosos, assim como os agentes intermediários, diminuindo a liquidez destes, que diminuem o volume das concessões de crédito por um lado, para compensar a diminuição de seus recebíveis efetivos de outro, e assim controlar a perda estanque de liquidez.

Tal comportamento inviabiliza as unidades, econômicas, aqui empresas, mais vulneráveis, gerando uma crise, a qual, como dito antes, transcende as paredes invisíveis da esfera financeira e contamina o setor real.

1.1.1 Hipótese da Instabilidade Financeira e sua aplicação a uma economia aberta

Quando se adapta a Hipótese da Instabilidade Financeira para economias abertas (AMADO e RESENDE, 2007) abre-se outro leque de possibilidades já que as unidades analisadas não são mais de ordem microeconômica, empresas que pedem empréstimos para financiarem um projeto e como fazem para garantir o pagamento desta dívida, ou a própria questão da reversão das expectativas que altera a taxa de juros e, portanto, a capacidade de refinanciamento destas células microeconômicas.

Quando se trata de economias abertas, as unidades analisadas passam a ser os países e como estes procedem para gerar divisas para o pagamento da dívida que contraem no intuito de gerar desenvolvimento³.

No contexto da aplicação da Hipótese da Instabilidade Financeira para economias abertas Amado e Resende (2007) ressaltam que as economias endividadas ainda sofrem com os efeitos da dependência financeira dos países em desenvolvimento em relação aos países desenvolvidos o que é ilustrado pela teoria dos ciclos reflexos de crescimento econômico das economias em desenvolvimento ante as oscilações da disponibilidade de recursos emprestáveis das economias desenvolvidas.

Quanto à aplicação da Hipótese da Instabilidade Financeira a economias abertas, é importante salientar a diferente gradação de complexidade entre a aplicação tradicional de Minsky e a aplicação da Hipótese para uma economia aberta (AMADO E RESENDE, 2007).

Em uma economia aberta o problema reside não apenas na capacidade das unidades econômicas, neste caso, países, de refinanciarem suas dívidas, mas também em gerar divisas que permitam estes repagamentos (AMADO E RESENDE, 2007). Ou seja, não basta aos países apenas possuir fundos

³ Desenvolvimento, aqui, não significa necessariamente crescimento econômico, pode significar, por exemplo, estabilidade inflacionária.

para saldar suas dívidas, ou os encargos financeiros das mesmas, mas, possuí-los em forma de moeda estrangeira, o que obriga a economia deficitária a ter grande soma de reservas para minimizar a vulnerabilidade de sua moeda, o que nem sempre é possível, implicando crises cambiais.

Neste ponto reside outro problema. Segundo Resende e Godoy (2005, p. 6) as exportações são função da liquidez internacional, segundo os autores, a expansão da liquidez internacional é fator *sine qua non* para o aumento do comércio internacional. Desta forma quando de uma reversão nas expectativas dos credores, além da dificuldade de refinanciamento externo, o país endividado sofre ainda pressão negativa sobre suas exportações líquidas, diminuindo ainda mais suas chances de gerar divisas para o pagamento da dívida e/ou mesmo dos custos concernentes ao pagamento de juros.

Na análise de Minsky, as unidades econômicas eram as organizações, as quais possuíam diferentes graus de vulnerabilidade, o principal problema considerado por esta análise era a capacidade de repagamento das unidades econômicas deficitárias, quando da mudança brusca das expectativas e da já citada alteração de comportamento dos bancos quanto à concessão de crédito, abandonando uma postura pouco rígida, para adotar uma bem mais austera. Considerando-se que este processo na maior parte das vezes ocorre em um horizonte de tempo bastante reduzido, muitos agentes são surpreendidos, sobretudo, os mais vulneráveis, para os quais os agentes intermediários passam a negar refinanciamento, devido à expectativa de que estes não honrarão seus débitos, ou ao aumento incerteza quanto ao pagamento dos mesmos.

Deste modo muitos empreendimentos são inviabilizados o que irradia a reversão das expectativas da esfera financeira para a esfera real, pois, a inviabilização de empreendimentos de forma ampla gera impactos sobre a renda e o produto.

Em uma economia aberta as unidades econômicas passam a ser os países, e os problemas mudam de dimensão. A preocupação com a capacidade de repagamento dos países não depende apenas de seus fluxos de caixa reais esperados, mas também da geração de divisas suficientes para o pagamento dos serviços da dívida e mesmo de amortizações do principal. Ademais, quando da reversão das expectativas, não é apenas uma empresa que fecha, mas um país com alto grau de vulnerabilidade que entra em uma séria crise de solvência, com restrição aguda do crédito para este país, prejudicando todo o seu processo de desenvolvimento, evidenciando que todo o seu processo de crescimento está atrelado aos fluxos de capitais internacionais (AMADO e RESENDE, 2007). Esta vinculação dos ciclos de crescimento econômico das economias periféricas em relação às oscilações cíclicas da liquidez internacional – determinada pelos 7 mais importantes países desenvolvidos – são chamados na literatura econômica de ciclos reflexos.

1.2 Ciclo Reflexo de Crescimento de Economias Vulneráveis Ante as Oscilações da Liquidez Internacional.

As economias chamadas vulneráveis, sejam ponzi ou de unidade especulativa, como a brasileira nos anos 1990 (NIEMEYER NETO, 2003, p. 210) e (SAAD FILHO E MORAIS DAVIDSON, 2002, p. 47), com altos graus de endividamento e sem expectativa de produzir riqueza suficiente para quitar o total de seus débitos só conseguem acesso ao crédito externo quando a liquidez internacional está alta, pois, nestes períodos, as expectativas das unidades bancárias estão favoráveis e estas, pela mecânica explicitada nos itens anteriores, encontram-se menos criteriosas para a concessão de crédito (RESENDE e GODOY, 2005).

Com o crédito internacional em expansão as economias periféricas, normalmente, com restrições crônicas de crédito doméstico, aproveitam a oportunidade para realizar seus investimentos. No período seguinte à expansão da liquidez internacional, os investimentos proporcionados pelo financiamento estrangeiro estão em amplo desenvolvimento e os mercados para seus produtos estão cada vez mais vorazes (RESENDE e GODOY, 2005). Assim há um ciclo de crescimento nestas economias. Quando há retração na liquidez internacional, estes países sofrem com a dificuldade de refinanciamento de suas dívidas, bem como com a evasão de divisas causada pela desconfiança dos agentes nestas economias dados os seus altos graus de endividamento, e por fim sofrem por perderem demanda por seus bens tradables (RESENDE e GODOY, 2005).

Para ilustrar este conceito pode-se lançar mão de uma simples fórmula matemática:

$$\Delta PIB_{t_1}^{pv} = d * \Delta LI_{t_0} + \varepsilon \quad 1.1$$

Por esta fórmula pode-se depreender que o crescimento dos países vulneráveis em t_1 , é associado à variação da liquidez internacional em t_0 multiplicada por um parâmetro d , o qual pode-se chamar de índice de dependência de fluxos de capitais externos, mais um resíduo denotado por ε . O resíduo ε abrange todos os outros fatores determinantes e associados ao crescimento econômico do país vulnerável, e será tanto mais relevante quanto menor for d e vice-versa.

Esta fórmula, a despeito de sua excessiva simplicidade, consegue demonstrar sinteticamente a mecânica da dependência dos países vulneráveis ante às oscilações da liquidez internacional e por este motivo é aqui introduzida.

A configuração da existência de maior ou menor vulnerabilidade externa influencia e é influenciada por diversos aspectos da economia, mas, basicamente define o tempo e a capacidade de reação das

economias dadas as oscilações no cenário econômico internacional.

A vulnerabilidade pode ser percebida pela análise cambial do país, através da qual depreende-se que quanto maiores e mais duradouros os impactos de desequilíbrios cambiais sobre o desempenho geral desta economia, mais vulnerável esta se encontra (NOIJE, 2010).

A vulnerabilidade externa, como indica a literatura está associada à ocorrência do ciclo reflexo. Bresser-Pereira (2001) destaca que a vulnerabilidade desatrela o crescimento do PIB real do PIB endogenamente determinado, ao passo que força a manutenção da prática de altas taxas de juros no intuito de evitar o aumento do déficit em transações correntes no curto prazo.

O crescimento do PIB passa a se comportar em resposta aos ciclos financeiros mundiais, respondendo, portanto, à lógica externa à economia e não à sua lógica interna. Isso significa que a economia é dependente da conjuntura externa, e que se comportará de maneira reflexa aos ciclos da liquidez internacional.

A economia vulnerável não opera de acordo com o seu potencial produtivo, não obedecendo, portanto, a um ciclo interno de crescimento.

Esta economia deixa, portanto, de responder à sua própria possibilidade de crescimento, “ derivada de sua capacidade de investimento e de incorporação de progresso técnico”(BRESSER: 2001. p. 1). Suas taxas de crescimento econômico são mantidas abaixo de suas possibilidades, pois, se por um lado esta economia terá políticas econômicas menos eficientes no que tange a crescimento econômico – dado que seu crescimento não depende apenas de sua conjuntura econômica interna, mas, de conduções de política econômica ocorridas nos países centrais, e que não consideram este país em suas decisões – por outro lado esta economia precisa lidar no curto prazo com os desequilíbrios no saldo em transações correntes, o que a força a manter altas taxas de juros, que por sua vez, impactam negativamente o nível de investimento da economia, e por conseguinte seu nível de atividade econômica (BRESSER, 2001).

As economias chamadas de periféricas na nomenclatura cepalina costumam apresentar alta vulnerabilidade. Por este motivo tais economias costumam se comportar de maneira reflexa aos ciclos da liquidez internacional (AMADO e RESENDE, 2007).

A vulnerabilidade da periferia tende a se perpetuar devido a três fatores básicos: 1) o estilo de desenvolvimento associado à restrição de divisas externas; 2) a insuficiência crônica de crédito doméstico devido à precariedade do sistema financeiro nacional que faz com que o país precise recorrer, sistematicamente, ao financiamento externo, sobretudo de longo prazo; 3) a instabilidade inerente do sistema financeiro internacional (AMADO e RESENDE, 2007).

1.21 Poupança Externa e suas Consequências

1.21.1 Poupança Externa: Condições de Oferta – Liquidez Internacional.

O conceito de liquidez internacional é um dos mais controversos e debatidos na literatura econômica. Apesar de ser largamente utilizado, relacionado e correlacionado a outras variáveis como taxa de juros e crescimento econômico, entre outras, este conceito é pouco compreendido (CLOWER e LIPSEY, 1968). A maior parte da confusão se dá a partir de dois conceitos intimamente relacionados: O conceito de Liquidez de Mercado e o conceito de Liquidez Monetária.

Entende-se por Liquidez de Mercado a capacidade do mercado financeiro na absorção de oscilações na oferta e/ou na demanda sem que haja alterações indevidas nos preços (BAKS e KRAMER, 1999. p.3).

Liquidez Monetária é entendida como sendo a soma dos passivos financeiros dos bancos de curto para médio prazo que podem ser destinados ao financiamento do comércio e à subscrição em mercados de ativos mobiliários – bolsa de valores. Na literatura econômica a Liquidez Monetária é amiúde associada às configurações de curto prazo no mercado de crédito, em particular à taxa de juros de curto prazo (BAKS e KRAMER, 1999).

No presente estudo o conceito de liquidez internacional utilizado é o mais próximo da lógica da mensuração da mesma descrita em seção posterior a esta, 1.2.1.1.2, e é explanado a seguir.

Liquidez Internacional é a disponibilidade – alta ou baixa – de recursos financeiros emprestáveis, de fato, no mundo. Pode-se dizer que é o volume ofertado de crédito internacionalmente.

É necessário entender o papel do crédito na configuração da liquidez internacional. Segundo Dow (1993 *apud* AMADO E RESENDE, 2007) o sistema financeiro internacional não é neutro, pois, não há homogeneidade inter economias na oferta de crédito externo e os efeitos sobre as diferentes economias são também heterogêneos, ou seja, as economias são classificadas como arriscadas ou não no papel de tomadoras de crédito pelas avaliações de risco dos bancos, e arbitrariamente os bancos decidem a natureza da distribuição e do volume do crédito externo disponível para cada economia.

1.21.1.1 Hedge Lewis, Especulador Smith e “Carlo” Ponzi

Para entender este conceito, é interessante exemplificar: Supondo que dois agentes intermediadores (banco 1 e banco 2), e 3 agentes tomadores de crédito (Hedge Lewis, Especulador Smith e o próprio “Carlo” Ponzi).

Em um ambiente de normalidade onde as expectativas dos bancos estão razoavelmente otimistas eles preferirão financiar o Hedge, cobrando um pouco mais para financiar o Especulador, mas, provavelmente não financiarão o Ponzi.

Em um ambiente de aceleração econômica, entretanto, o banco 1 por temer perder market-share para o banco 2 provavelmente será menos criterioso ao conceder crédito e tenderá a financiar, mesmo a taxas de juros bem mais altas, o Ponzi (e vice-versa, o mesmo comportamento poderá ser observado no banco 2 em relação ao banco 1); quando da reversão das expectativas o Hedge terá dificuldades em cumprir seus compromissos se tornando mais próximo da posição de especulador, o Especulador tenderá a virar um ponzi, e o “Carlo” voltará a utilizar seu nome verdadeiro e fugirá para alguma outra economia na qual ainda possa financiar seu esquema, pois, sem ter acesso a crédito não consegue pagar os encargos financeiros de suas dívidas.

Macroeconomicamente, esta tendência se mantém. As economias periféricas crescem quando da expansão da liquidez internacional, pois, devido a seus, normalmente, elevados graus de vulnerabilidade – gerados exatamente pela dependência de fluxos externos de capital – apenas nestes momentos de profusão de recursos externos é que estas têm acesso ao crédito, e quando da reversão das expectativas dos credores, estas economias têm suas taxas de crescimento estancadas, quando não se tornam negativas.

Crises da dívida externa nos países periféricos são cíclicas e meros reflexos da reversão de expectativas dos países credores, via de regra os centrais. Esta reversão de expectativas possui mecânica própria e, normalmente, independente de quaisquer conjunturas dos países em desenvolvimento.

A análise de Amado e Resende (2007) sugere que a interação entre as economias geraria um ciclo reflexo de crescimento nas economias periféricas, as quais aumentariam a dependência de seu ciclo de crescimento em relação as oscilações inerentes ao fluxo de capitais internacionais⁴, devido a falhas estruturais em seus sistemas produtivos.

A dependência se intensificaria pela determinação dos influxos de capital dessas economias através de superávits na balança comercial pelos fluxos de capital internacionais, já que as exportações são afetadas pela liquidez internacional (RESENDE e GODOY, 2005).

Concluindo: quando do aumento da liquidez internacional, há influxos de moeda estrangeira tanto

4 Estas oscilações se agregam em ciclos de expansão ou de retração da Liquidez Internacional.

na conta financeira – devido ao crescimento de empréstimos captados no exterior – quanto na balança comercial (conta importante no saldo em transações correntes) – devido à prosperidade nos países ricos provocada pelas expectativas favoráveis aumentando o consumo destes países e consequentemente as exportações do país vulnerável.

Quando as expectativas se tornam desfavoráveis, e a liquidez bruscamente se contrai, os países vulneráveis registram déficits em transações correntes tanto pelos juros pagos na conta renda, quanto pelo impacto negativo sobre as exportações.

Os impactos sobre as exportações são de duas ordens, uma da esfera real e outra da esfera financeira, na primeira as exportações tendem a cair porque o consumo de um modo geral e as importações nos países ricos tendem a cair, na segunda as exportações tendem a cair por dificuldades na obtenção de crédito por parte do exportador, devido a contração nacional e internacional do crédito que ocorre em ambientes recessivos.

Completando o cenário recessivo, os países dependentes da liquidez internacional, se veem sem recursos próprios para pagar os encargos financeiros dos empréstimos tomados, e também sem acesso a crédito para arcar com tais despesas.

1.21.1.2 Como mensurar a Liquidez Internacional?

Segundo Amado e Resende (2007), para medir a liquidez internacional o Anuário Internacional de Estatísticas Financeiras do Fundo Monetário Internacional (FMI), considera o somatório de todos os ativos e passivos, em módulo, das contas “derivativos financeiros”, “investimentos de portfólio” e “outros investimentos”, pertencentes ao Balanço de Pagamentos das sete principais economias do mundo (G7) – Canadá, Itália, Reino Unido, França, Alemanha, Japão e Estados Unidos.

$$\sum |(Derivativ . * G7) + (Invests . de_{Portfólio} * G7) + (Outros_{Invests} . * G7)| \quad (1.2)$$

1.21.1.3 Por que a liquidez internacional se expande?

A liquidez internacional se expande ou se contrai correlatamente à gradação da confiança dos bancos em suas expectativas de longo prazo (AMADO E RESENDE, 2007). Ou seja, se as expectativas de longo prazo dos bancos são favoráveis, a concessão de empréstimos tende a ter um volume maior. Se, ao contrário, as expectativas de longo prazo dos bancos forem desfavoráveis, a concessão de crédito terá um volume menor. Como há diversas possibilidades de gradação entre os extremos favorável e desfavorável, o volume de crédito concedido pelos bancos variará dentro do

intervalo aberto compreendido entre 0 e ∞ .

A liquidez internacional cresce através de inovações financeiras endógenas ao sistema financeiro internacional, e devido a mudanças positivas nas expectativas dos agentes, as quais fomentam a criação destes novos instrumentos financeiros e a ampliação do uso de antigas práticas creditícias tanto no lado do ativo (com ampliação de seu portfólio) quanto na administração de seus passivos (sendo composto majoritariamente por depósitos à vista).

Os bancos tendem a renunciar a liquidez em favor da rentabilidade em tempos de ascensão econômica, até porque os riscos associados a *defaults* estão associados, em certa monta, ao ciclo econômico (MINSKY, 1986), (MINSKY, 1986 *apud* MONTES, 2007).

Desta forma há menos critério por parte dos agentes intermediários de crédito, os quais passam a financiar economias com características de unidades especulativas, bem como economias consideradas como Ponzi – as quais sempre se refinanciam sem nunca pagarem o valor integral da dívida (GODOY e RESENDE, 2005), (AMADO e RESENDE, 2007, p. 47).

Com o advento de quaisquer fatos que tornem e/ou mantenham as expectativas dos agentes de que a economia é confiável e que está em um período de sólida prosperidade, considerando-se a estrutura competitiva do setor financeiro, é preciso que as unidades intermediadoras se tornem menos criteriosas na concessão de crédito, pois, as oportunidades de lucro são excepcionais, já que os agentes tomadores de crédito do tipo de unidade especulativa também conseguem cumprir seus compromissos em períodos de ascensão econômica.

Como as expectativas são cooperativas, os agentes esperam que a ampliação na concessão de crédito seja coletiva, assim, mesmo que financie alguns Ponzi, os prejuízos advindos destes serão mais que compensados pela rentabilidade dos demais. Além disso como exposto no item 1.1., caso não se respeite as tendências do mercado, provavelmente incorre-se em perda relativa e absoluta de rentabilidade, pois, além de não aproveitar a oportunidade para conquistar novos clientes, dado que os financiadores *hedge* costumam correr mais risco em períodos de ascensão, o banco ainda perde parte de sua carteira de financiadores de *hedge* para fundos mais lucrativos (normalmente mais arriscados), o que lhe confere perda de *market-share*, diminuição de sua capacidade de gerar moeda e, no limite, até mesmo a sua expulsão do mercado.

Quando as expectativas estão otimistas, dada a estrutura competitiva do setor bancário, faz-se necessário ao agente intermediador bancário, ampliar o volume de crédito concedido, para aumentar a sua rentabilidade aproveitando a oportunidade para conquistar novos mercados. Para viabilizar a ampliação da concessão de crédito, é necessário que se criem novos produtos bancários, com diferentes regras de concessão de crédito e de financiamento do mesmo.

Um exemplo de inovação financeira criada durante períodos de ascensão econômica, foi a carteira de ativos recebíveis imobiliários lastreados em crédito hipotecário, *subprime*.

A história deste produto bancário remonta à guerra de secessão dos Estados Unidos (SUBPRIME LENDING CRISIS), mas, devido ao desenvolvimento financeiro americano, não há base de comparação clara entre o *subprime* do terceiro quartel do século XIX com o *subprime* criado mais de cem anos depois.

A carteira *subprime* mencionada foi a criada em meados dos anos 1980, quando da desregulamentação bancária americana, o *subprime* era uma prática de dinamização e ampliação do sistema hipotecário, utilizado para estender o acesso ao crédito imobiliário a consumidores que por quaisquer motivos seriam normalmente recusados, e ao mesmo tempo atomizar o risco desta operação através da venda de títulos lastreados nos direitos de recebimento concernentes a estas hipotecas.

Basicamente os agentes intermediadores de crédito (os bancos) ao concederem crédito hipotecário de maior risco – para clientes especulativos e Ponzi (a partir de 2000, quando os bancos passaram a conceder crédito a clientes com altos graus de endividamento), (Chomsisengphet, Pennington-Cross, 2006) – geravam um título comercializável no outro lado de seus balancetes.

As execuções de hipotecas por falta de pagamento na carteira subprime em 2002 era de 2,08% contra apenas 0,2% nos clientes prime (*hedge*), enquanto a taxa de inadimplência era de absurdos 14,28% contra 2,54% dos *hedges*, considerando-se ainda que a taxa de juros cobrada pelos bancos neste financiamento era de cerca de 8% a.a. seguindo tendência de queda em 2003 e 2004 (Chomsisengphet, Pennington-Cross, 2006). Comparativamente, no Brasil que teve uma “explosão” de inadimplência neste mesmo ano de 2002, a taxa geral de inadimplência era de 8% a.a. (Banco Central do Brasil), e as taxas de juros cobrada pelos bancos era de cerca de 10% a.m. Todavia, enquanto a economia americana estava bem, esta ferramenta assim como tantos outros novos instrumentos, funcionou bem além de criar bastante liquidez, dado que parte da população que não tinha acesso ao crédito passou a ter, o que significou uma introdução maciça de moeda na economia, considerando o tamanho do mercado creditício imobiliário dos Estados Unidos.

Expectativas são prospecções dos agentes acerca do futuro. Tais prospecções são feitas com base em informações disponíveis sobre o presente e sobre o futuro. Dado o caráter desconhecido do futuro, o agente costuma projetar o futuro como uma réplica um pouco alterada do presente (KEYNES, 1936).

É mister salientar, entretanto, a natureza cooperativa⁵ das expectativas, ou seja o indivíduo forma

⁵ Cooperativa vem de cooperar, do latim tardio cooperari (co=com+operari=operar, trabalhar) ou seja de

suas expectativas de acordo com o que ele espera que seja a expectativa média de mercado (KEYNES, 1936). Para ilustrar este conceito, o velho mestre Keynes utilizou um concurso promovido por um jornal de sua época em que, para ganhar, o competidor precisaria acertar quais seriam as 6 mulheres de uma dada lista consideradas as mais bonitas pela maioria dos leitores. Para fazer a sua escolha o indivíduo não escolhia as mulheres que ele achasse mais bonitas, mas, aquelas que ele acreditasse que os outros estavam mais propensos a considerarem como as mais bonitas (KEYNES, 1936, p. 100).

Ao longo do tempo outros conceitos de expectativas surgiram. A chamada expectativa adaptativa dos monetaristas – na qual os agentes formam suas expectativas para o futuro com base no que aconteceu no passado -- e as expectativas racionais da nova economia clássica, na qual os agentes possuem informação perfeita e por meio da aprendizagem formam suas expectativas sobre o que ocorrerá quando de divulgações de informações relevantes (MACHADO, 2010).

Neste trabalho, considerar-se-á primeiro tipo de expectativa, a keynesiana, que na opinião de quem escreve este artigo, explica mais acuradamente, relativamente às demais, mais recortes da realidade, e por ser a mais adequada como ferramenta ao tema estudado.

“As considerações sobre as quais se baseiam as expectativas de rendas esperadas são, em parte, fatos existentes que se pode supor sejam conhecidos mais ou menos com certeza e, em parte, eventos futuros que podem ser previstos com um maior ou menor grau de confiança. (...) Podemos resumir o estado da expectativa psicológica resultante dos segundos fatores na expressão *estado da expectativa a longo prazo*, salientando-se que deve ser feita a distinção da expectativa a curto prazo, com base na qual os produtores fazem a estimativa do que poderão obter pelo produto acabado, no caso de decidirem iniciar sua produção hoje, com as instalações existentes (...) Seria insensato, na formação de nossas expectativas, atribuir grande importância a tópicos que para nós são muito incertos. (...) É, portanto, razoável que nos deixemos guiar, em grande parte, pelos fatos que merecem nossa confiança, mesmo se sua relevância for menos decisiva para os resultados esperados do que outros fatos a respeito dos quais o nosso conhecimento é vago e limitado. Por essa razão, os fatos atuais desempenham um papel que, em certo sentido, podemos julgar desproporcional na formação de nossas expectativas a longo prazo, sendo que o nosso método habitual consiste em considerar a situação atual e depois projetá-la no futuro, modificando-a apenas na medida em que tenhamos razões mais ou menos definidas para esperarmos uma mudança.”

(Keynes: 1936. p. 159-160 (1996)).

“ O fato de maior importância é a extrema precariedade da base do conhecimento sobre o qual temos que fazer os nossos cálculos das rendas esperadas. O nosso conhecimento dos fatores que regularão a renda de um investimento alguns anos mais tarde é, em geral, muito limitado e, com frequência, desprezível. Se falarmos com franqueza, temos de admitir que as bases do nosso conhecimento para calcular a renda provável dentro de dez anos de uma estrada de ferro, uma mina de cobre, uma fábrica de tecidos, a aceitação de um produto farmacêutico, um navio transatlântico ou um imóvel no centro comercial de Londres pouco

significam e, às vezes, a nada levam. De fato, aqueles que tentam, com seriedade, fazer um cálculo desta natureza constituem uma pequena minoria, cuja conduta não chega a influenciar o mercado.”

(Keynes, 1936. p. 161 (1996)).

As expectativas de longo prazo são aquelas formadas baseadas em perspectivas⁶ (produto de informações sobre o tempo presente) e prospectivas⁷ (produto das informações sobre o tempo futuro – cabe aqui esclarecer que dada ausência de poderes de clarividência comprovados, prospecta-se o futuro com base no presente e no passado recente, oscilações ocorridas, etc). Considerando-se a natureza percebida do espaço-tempo, os agentes possuem mais, e mais certas, e confiáveis informações sobre o presente, e portanto, conferem maior peso a este período na formação de suas expectativas de longo prazo, do que ao futuro. Para formar a parte de suas expectativas de longo prazo embasadas nas informações obtidas no presente, os agentes consideram um dado estoque de ativos de capital, bem como o tamanho da demanda por bens, posto que para a produção destes bens de forma eficiente, de modo a suprir esta demanda, é necessário amplo acesso ao crédito (KEYNES, 1936).

Os aspectos considerados pelos agentes na formação da segunda parte de suas expectativas de longo prazo, aquela formada sobre os frágeis pilares das informações sobre o futuro em posse dos agentes (KEYNES, 1996. p. 163), são as prospecções das oscilações quantitativas e qualitativas da demanda efetiva durante o ciclo de maturação do investimento efetuado, e as mudanças esperadas, em termos monetários, das unidades de salário durante este ciclo e também as expectativas quanto a mudanças na quantidade e na estrutura do estoque de ativos de capital (KEYNES, 1936. p. 159). Como as informações que possuímos sobre as probabilidades de tais eventos são praticamente nulas, é mister enfatizar uma vez mais, os agentes tendem ou a considerar o futuro como um clone ligeiramente modificado do presente (KEYNES, 1936. p. 160) – o que costuma acontecer em períodos de estacionariedade – ou então consideram o futuro como algo totalmente incerto com as piores perspectivas possíveis para se precaverem de quaisquer males que lhes pareçam despontar no futuro, isto acontece quando de um choque negativo que reverte as expectativas dos agentes .

Quando se fala em reversão das expectativas, é mister entender quais são estas expectativas (KEYNES, 1936). Se houve um *break-down* no sistema bancário norte americano, os agentes rapidamente reformulam suas expectativas, supondo que a demanda efetiva logo será reduzida, posto que a incerteza ante ao futuro será maior e o motivo precaução de entesouramento, será mais relevante na economia, haverá restrição ao crédito, o que restringirá a produção, bem como haverá

6 Perspectiva vem do latim tardio “*perspicere*” – ver através, examinar observar. *Perspicere* é oriundo do prefixo latino “*per*” (por/atraves) + “*spicere*” (olhar/ver). (MYETYMOLOGY). Logo perspectiva vai no sentido de deduzir, observar e tirar conclusões.

7 Prospectiva vem do latim “*Prospicere*” – Prever, ver longe, prestar atenção para antever algo. *Prospicere* é derivado do prefixo grego “*pro*” – em grego “(*προ*)” que significa antes + *spicere* (olhar, ver) (MYETYMOLOGY). Logo, “*pro*+ “*spicere*”= ver antes. Diferente de “*Perspicere*” (ver através).

maior desemprego involuntário. Neste cenário recessivo as expectativas dos agentes se encontram ainda mais rapidamente do que em tempos de expansão, pois, há uma tendência dos agentes a serem mais cautelosos ante perspectivas de alterações negativas na renda do que quando estas perspectivas são de aumento da renda (Pindyck e Rubinfeld, 2005).

Quando desta expansão da liquidez internacional, ou seja, do aumento do montante de capital disponível para concessão de crédito no mundo, há para as economias de poupança insuficiente⁸, normalmente periféricas, uma oportunidade de financiar o crescimento econômico captando poupança externa (ciclo de crescimento, reflexo à expansão da liquidez internacional). Quando da reversão das expectativas e redução quase sempre drástica da liquidez internacional, sobretudo no que tange ao crédito para agentes deficitários vulneráveis como os de comportamento Ponzi e de unidade especulativa, o país endividado entra em crise da dívida (crise cíclica, reflexo da redução da liquidez internacional) (AMADO e RESENDE, 2007).

1.2.1.2 *Poupança Externa: A Demanda - Absorção de Poupança Externa*

1.2.1.2.1 O que é Poupança Externa?

Em uma economia existem agentes superavitários e deficitários. Para que esta economia convirja a um relativo equilíbrio no qual, na medida do possível, estas relações sejam satisfeitas, é necessário que haja um trânsito de capital destes agentes superavitários, os quais por definição possuem mais capital do que necessitam, para os agentes deficitários, os quais necessitam de mais capital do que possuem. Este processo se dá no mercado financeiro no qual em uma economia intermediada existem agentes intermediários: os bancos.

Nem todos os países possuem volume de crédito suficiente para financiar os investimentos totais em sua economia, assim recorrem à captação de crédito externo, e podem incorrer na captação de poupança externa. Esta poupança externa é o déficit em Transações Correntes, conta do Balanço de Pagamentos composta por Balança Comercial, Balança de Serviços, Rendas e Transferências Unilaterais Correntes.

É necessário que se faça aqui uma distinção do que é poupança externa e o que é crédito externo, dado que a confusão entre estas nomenclaturas tem gerado diversos problemas de interpretação. Captação de Poupança Externa nada mais é que o déficit em Transações Correntes da economia em

⁸ Para Keynes a falta de poupança não pode ser nunca um entrave ao investimento, pois, a causalidade na identidade Poupança – Investimento se dá do Investimento para a Poupança e não o contrário. O que poderia causar problemas ao investimento seria a falta de financiamento (KEYNES, 1936). Neste caso considerando o caso brasileiro no qual a ampliação do crédito é fenômeno recente, pode-se dizer que o financiamento disponibilizado internacionalmente cobriria a insuficiência de financiamento interno.

módulo. O saldo em Transações Correntes é dado pelo somatório da Balança Comercial, Balanço ou Saldo de Serviços, Rendas e Transferências Unilaterais Correntes.

Crédito externo é o crédito captado em outros países seja por restrição doméstica ao crédito, seja por melhores condições externas de financiamento.

Quando se fala poupança interna insuficiente, muitas vezes o real significado é de volume de crédito doméstico restrito. Quando se discute o financiamento de um projeto de obras do governo com poupança externa ou interna, na verdade está-se falando em captação de crédito interno ou externo dadas as condições de concessão dos mesmos.

Outra confusão recorrente é a que ocorre entre poupança, que é um fluxo, com o estoque de capital de uma economia.

Desfeita a confusão inicial, é possível explicar a relação entre Poupança Externa e a necessidade de financiamento externo.

Para entender a questão da relação entre poupança externa e a necessidade de financiamento externo, recorrer-se-á à explanação das principais identidades econômicas (NOIJE, 2010. p. 40.)

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (i)$$

Pela identidade acima, produção é a soma das variáveis Consumo (C), Investimento (I), Gastos do Governo (G) e absorção externa – exportações subtraída das importações – (X - M).

$$Y = C + S + T + RLEE \quad (ii)$$

Por esta identidade, a produção é a soma de Consumo (C), Poupança (S), Taxas e Impostos (T) e Rendas Líquidas Enviadas ao Exterior.

$$\underbrace{(I - S)}_{\text{Setor Privado}} + \underbrace{(G - T)}_{\text{Governo}} + \underbrace{(X - M) - RLEE}_{\text{Resto do Mundo}} = 0 \quad (iii)$$

$$AIBD = C + I + G \quad (iv)$$

Por esta identidade a Absorção Interna de Bens Domésticos (AIBD) corresponde à soma das variáveis Consumo (C), Investimento (I) e Gastos do Governo (G). O que faz sentido com a equação (i), que poderia ser reescrita da seguinte forma:

$$Y = AIBD + (X - M). \quad (v)$$

Analogamente, a renda doméstica pode ser representada da seguinte forma:

$$RD = C + S + T \quad (\text{vi})$$

O que permitiria a transcrição da equação (ii) da seguinte forma:

$$Y = RD + RLEE. \quad (\text{vii})$$

$$\underbrace{TC}_{\substack{\text{Saldoem} \\ \text{TransaçõesCorrentes}}} = \underbrace{(X - M) - RL}_{\text{RestodoMundo}} \quad (\text{viii})$$

Pela relação acima depreende-se a fórmula do balanço de pagamentos de fato que é a soma do saldo da balança comercial (BC), Serviços e Rendas (SR) e Transferências Unilaterais Correntes (TUC).

$$TC = BC + SR + TUC. \quad (\text{ix})$$

Desta forma, utilizando -se as equações ii, iii, iv e vi e viii:

$$Y = C + S + T + RLEE \quad (\text{NOIJE: 2010. p. 40.}) \quad (\text{ii})$$

$$\underbrace{(I - S)}_{\text{SetorPrivado}} + \underbrace{(G - T)}_{\text{Governo}} + \underbrace{(X - M) - RLEE}_{\text{RestodoMundo}} = 0 \quad (\text{iii})$$

$$AIBD = C + I + G \quad (\text{iv})$$

$$RD = C + S + T \quad (\text{vi})$$

$$\underbrace{TC}_{\substack{\text{Saldoem} \\ \text{TransaçõesCorrentes}}} = \underbrace{(X - M) - RL}_{\text{RestodoMundo}} \quad (\text{viii})$$

Chega-se a:

$$(AIBD - RD) + TC = 0 \quad (\text{x})$$

Outra relação importante é a que compete a necessidade de financiamento, a qual é cara a presente explanação.

$$NFP + NFG + NFRM = NF = 0 \quad (\text{xi})$$

Por esta identidade, A necessidade de Financiamento (NF) do país corresponde a Necessidade de Financiamento do Setor Privado (NFP) acrescida da Necessidade de Financiamento do Governo (NFG) e da Necessidade de Financiamento do Resto do Mundo (NFRM).

Explicando a equação xi,

$$\underbrace{NFP}_{I-S} + \underbrace{NFG}_{G-T} + \underbrace{NFRM}_{\substack{(X-M)-RL \\ TC}} = NF \equiv 0 \quad (\text{xi})$$

A necessidade da soma da equação x_i ser igual a zero reflete a interdependência de financiamento entre os setores. Os setores suprem as necessidades de financiamento uns dos outros de modo a respeitar a identidade descrita nesta equação. Se o setor privado investe acima da poupança privada, é financiado ou pelo setor público ou pelo resto do mundo. Desta forma desequilíbrios internos serão necessariamente financiados através de déficits em Transações Correntes.

Assim, se o Governo, ou o Setor Privado, ou ambos gastaram ou investiram mais do que arrecadaram ou pouparam sem terem seus excessos compensados pelo outro setor doméstico, então o país será financiado pelo Resto do Mundo, captará poupança externa, ou seja incorrerá em déficit em transações correntes.

1.3 Motivações Pelas Quais os Países Recorrem à Poupança Externa: aumento do investimento versus adequação às recomendações dos organismos financeiros internacionais.

1.3.1 Adequação às recomendações de organismos financeiros internacionais.

Practical men, who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influences, are usually the slaves of some defunct economist. Madmen in authority, who hear voices in the air, are distilling their frenzy from some academic scribbler of a few years back. (KEYNES, 1936)

Não há consenso entre os economistas quanto às motivações dos países para recorrer à poupança externa.

Bresser Pereira (2007) afirma que esta motivação estaria na firme recomendação de organismos internacionais, em especial, do FMI, para que os países subdesenvolvidos se insiram no mercado financeiro global, abrindo suas contas de capital, já que segundo esta ideologia a poupança excedente dos países superavitários tendem a migrar “naturalmente” para países deficitários. Esta abordagem é defendida por Gustavo Franco, o qual afirma que a inserção externa tanto do ponto de vista da produção quanto do lado financeiro representa ganhos para o desenvolvimento do país, seja do ponto de vista tecnológico seja do ponto de vista do suporte de capital (FRANCO, 1998).

“economic policy makers often express concern about national current account deficits or surpluses. Our simple model makes the very important point that an unbalanced current account is not necessarily a bad thing. [...] intertemporal trade makes possible a less jagged time profile of consumption [or investment]”

(Obstfeld e Rogoff, 1996, p. 18 *apud* BRESSER-PEREIRA e GALA, 2007).

Obstfeld e Rogoff afirmam que as preocupações dos policy makers com os déficits – e superávits – em transações correntes não são sempre fundadas, e que não necessariamente estes saldos em transações correntes seriam ruins para as economias, posto que o comércio intertemporal suaviza as irregularidades inerentes aos ciclos de consumo ou investimento (OBSTFELD e ROGOFF, 1996, *apud* BRESSER-PEREIRA e GALA, 2007).

Franco (1998) concorda que a estratégia recomendada por organismos internacionais seja pró-desenvolvimento. Neste sentido este autor acredita tanto na motivação de obediência a estas instituições quanto na motivação de aumentar o investimento (FRANCO, 1998). É necessário enfatizar que este autor é um dos poucos autores abordados no presente trabalho que não incorre em confusões nomenclatórias quanto a poupança externa e crédito externo.

1.3.2 Aumento do Investimento

Outros autores como Amado e Resende (2007) e Aurélio (1997) defendem que a motivação para a captação de poupança externa estaria na esfera da alternativa de retomada do crescimento ante a exaustão do modelo de financiamento de investimentos concernentes à produção e à infraestrutura por parte do setor governamental⁹ (AURÉLIO, 1997), e no aproveitamento de oportunidades de financiamento de investimento e escoamento para a produção, quando dos ciclos de expansão da liquidez internacional (AMADO E RESENDE, 2007), dado que a expansão desta permite acesso ao crédito a países com relativamente altos graus de endividamento, ao passo que o aumento da liquidez internacional também significa aumento das exportações (GODOY E RESENDE, 2005).

O aumento da liquidez internacional faz parte da rede interligada dos ciclos de negócios, consideradas, sobretudo, as liquidez das sete maiores economias do globo. Quando esta liquidez aumenta, significa que as economias em geral estão bem, o que indica a prosperidade de possíveis parceiros comerciais, os quais tendem a apresentar, portanto, um maior nível de consumo, o que associa esta maior liquidez a maiores exportações.

O grande problema nestes conceitos, é exatamente aquele citado no item 1.2.1.2.1. – que existe

⁹ Note-se que aqui o conceito de captação de poupança externa na verdade refere-se a captação de crédito externo, ou ainda no caso da importação de bens intermediários, essenciais à produção e/ou à dinamização da mesma e ao aumento da produtividade, não produzidos domesticamente refere-se a poupança externa dada sua identidade ao investimento, no sentido de captar a parte não consumida da produção de outra nação, ou seja seu investimento.

uma recorrente confusão conceitual entre captação de crédito externo com captação de poupança externa. Em alguns casos, realmente estes eventos são concomitantes, mas, não é regra. O fato de haver captação de crédito no exterior por parte de uma empresa brasileira, devido a melhores condições de financiamento, não significa déficit em transações correntes necessariamente. Tal empréstimo pode entrar na conta financeira do balanço de pagamentos, e assim não implicar absorção de poupança externa, ou ainda o crédito externo pode ser utilizado para operações de exportações, o que é bastante comum no caso brasileiro, e neste caso o crédito melhora a situação do saldo em transações correntes ao invés de causar ou agravar déficits nesta conta.

O endividamento externo é apontado como solução para economias estagnadas por estes autores, mas é o financiamento externo o que na verdade promove este Investimento. A captação de crédito externo só implicará captação de poupança externa se não for compensado pelos outros setores nos moldes da equação xi do item 1.2.1.2.1

O que se pode argumentar é que dada a captação de crédito externo, o tomador compromete-se concomitantemente com uma obrigação futura, a qual impactará o saldo em transações correntes. E neste caso o endividamento externo – consequência de captação de crédito no exterior – pode sim ser vinculado a déficits em transações correntes e, portanto, significar captação de poupança externa. Há que se argumentar também que o crédito captado externamente, é muitas vezes utilizado para a importação, o que impacta negativamente o saldo em transações correntes. Mas todo este desenrolar precisa ser bem urdido, ou haverá inconsistências de proporções paradoxais.

Keynes (1936) afirma que desequilíbrios no Balanço de Pagamentos de um país, seja por déficits ou superávits, é algo negativo, no sentido de ruim, mal visto. Grandes déficits podem lançar o país em uma recessão séria e superávits grandes demais, – ao contrário do efeito positivo de estímulo considerável causado por superávits moderados – causam déficits em outras economias, o que não é socialmente justo ou recomendável dentro da mecânica do comércio internacional, já que se as outras economias entrarem em recessão, a manutenção dos superávits será bem mais difícil, posto que o país encontrará dificuldades para exportar (KEYNES, 1936)..

A mentalidade mercantilista de acumulação de saldos comerciais em relação a outros países levará sempre à vantagem de um sobre a desvantagem de outro país, e se este modelo de restrição a importações, e à liberdade econômica se difundir, ocorrerá uma competição internacional desvairada na qual todos serão prejudicados; a política restritiva que tinha por objetivo melhorar a situação do país, na verdade, tende a gerar efeitos perversos.

A falta de poupança interna de um país não poder ser empecilho real ao investimento, segundo Keynes (1936). Primeiro porque em sua teoria existe uma identidade entre poupança e investimento – já que, considerando-se $Renda = Produto$, o investimento é a parte não consumida do PIB

corrente e a Poupança é a parte não consumida da renda (KEYNES, 1936). Segundo porque esta identidade se dá do investimento para a poupança e não o oposto como o senso comum tende a indicar.

Isto acontece porque quando há uma alteração na taxa de juros há uma alteração no nível de investimento que altera o nível de consumo, como a poupança é o resíduo do consumo, esta também é alterada. Exemplificando: quando há um aumento na taxa de juros, cai o investimento¹⁰, e cai a renda conseqüentemente, assim sendo reduz-se tanto o consumo por efeitos diretos quanto a poupança por efeitos indiretos, sendo esta sempre idêntica ao investimento (KEYNES,1936).

O que pode ser um impedimento para o Investimento é a falta de financiamento ou a incapacidade física de produção. O primeiro motivo depende da liquidez internacional e seu processo de funcionamento; caso seja falta de crédito interno, pode ser solucionado recorrendo-se a crédito externo, se este também for restrito há de fato um empecilho ao Investimento. O segundo pode ocorrer devido à insuficiência de capital físico, ou à ausência de oferta doméstica de bens intermediários, por exemplo.

Neste último caso o problema pode ser resolvido recorrendo-se à importação. Suponha-se que o país não produza petróleo em larga escala e precise de plástico para a produção de eletrodomésticos. O país para viabilizar seu investimento é obrigado a utilizar o resíduo da produção de petróleo de um outro país – investimento – para poder investir, o que ocasiona um câmputo negativo (importação) na balança comercial do país. A captação de poupança externa só ocorrerá se o país não conseguir pelo menos compensar seus câmputos negativos no saldo em transações correntes.

Apreende-se do supra exposto, portanto, que a confusão nomenclatória entre poupança externa e crédito externo, obnubila a problemática referente aos déficits em transações correntes.

Para investir, um país que não possua barreiras eminentemente de financiamento e à possibilidade física de produção, não têm necessidade de captar poupança externa. Em verdade, basta fomentar o crédito internamente.

A captação de crédito externo, *per se*, pode também impactar o saldo em transações correntes no período seguinte, quando os juros estiverem sendo pagos. No período corrente os empréstimos de empresas nacionais captados no exterior são, normalmente, inseridos na conta financeira, em geral, no item Outros Investimentos – Passivos (BANCO CENTRAL) como influxo monetário, podendo valorizar a moeda, o que, aplicando-se a implicação inversa lógica da condição de Marshall-Lerner, tende a impactar negativamente as exportações e positivamente as importações dependendo da sensibilidade da demanda agregada em relação ao câmbio, o que tende a gerar saldos deficitários

10 A não ser que este aumento na taxa de juros seja compensado por um aumento correspondente na estrutura da demanda por investimento.

em transações correntes. Mesmo neste caso, poderia não haver déficit em transações correntes imediato, caso apliquemos o conceito de curva Jota, devido às hipóteses deste de rigidez de contratos e custos de menu.

Noije (2010) ressalta que um dos motivos para a captação de poupança externa é a necessidade de financiamento da economia, pois, mesmo elucidando-se a confusão entre poupança externa e financiamento externo, explicitada no item 1.2.1.2.1, deve-se atentar para as possíveis implicações do financiamento externo para a poupança externa e vice-versa. A equação xi deste item (abaixo transcrita), demonstra que se houver desequilíbrios de financiamento entre os setores domésticos público e privado, então se recorrerá necessariamente a poupança externa.

$$\underbrace{NFP}_{I-S} + \underbrace{NFG}_{G-T} + \underbrace{NFRM}_{\substack{(X-M)-RL \\ TC}} = NF \equiv 0 \quad (\text{xi})$$

1.4 Efeitos da Captação de Poupança Externa: crescimento econômico versus aumento da vulnerabilidade externa.

É mister atentar para o fato de que coexistem diferentes Programas de Pesquisa em economia, e que isto provoca diferenças conceituais fundamentais.

A relação entre Poupança e Investimento dentro da Escola Neoclássica é vista como uma relação de igualdade, ou seja, uma relação de equivalência matemática que só se mantém, por definição, sob condições específicas, podendo, como indica os arcabouços teóricos Clássico e Neo-Clássico, haver desequilíbrios temporários dinamicamente.

Os Keynesianos dissidentes da Síntese Neoclássica, consideram esta relação como de identidade, o que tem implicações distintas, já que a relação de identidade indica que a imagem do domínio é o próprio domínio e não que imagem e domínio apresentam mesmo valor como ocorre no caso da igualdade.

Desta forma ao longo deste tópico será possível observar que a diferença de paradigmas entre os autores, ou ainda a não completa configuração de um paradigma para alguns autores geram discussões inócuas. Tais diferenças conceituais têm importante papel para as três classificações de Pitchford (PITCHFORD, 1995 APUD NOIJE, 2010) sobre o posicionamento dos autores em relação ao déficit em transações correntes.

A primeira das classificações de PITCHFORD (1995) pode ser ilustrada pelo pensamento de autores como Obstfeld e Rogoff (1996 *apud* BRESSER-PEREIRA E GALA, 2005) e Franco (1998). Tais autores possuem pareceres favoráveis a ocorrência de déficits moderados em transações correntes, pois, suas visões dão conta de que a captação de poupança externa pode refletir a entrada de recursos estrangeiros para investimento. Assim haveria uma tendência de longo prazo ao equilíbrio dessas contas quando dos retornos dos investimentos.

$$(TC=(I-S)+(G-T)) \text{ (xii).}$$

Por esta visão o déficit em transações correntes (TC) é a soma dos saldos dos setores público e privado, e portanto representaria a soma do excesso de investimento doméstico sobre a poupança doméstica (I – S) com o excesso de gastos do governo sobre a arrecadação deste (G – T).

Outro argumento comum aos adeptos desta visão é a de que o saldo em transações correntes não deveria ser igual a zero, pois, é natural que as economias se financiem umas as outras, assim como estados ou províncias o fazem (PITCHFORD, 1995 *apud* NOIJE, 2010).

A posição de Bresser e Gala (2007) ilustra parcialmente outra das classificações de Pitchford (1995). Estes autores se preocupam com a questão cambial, partilhando da classificação pela qual a poupança externa é vista como o saldo líquido de reservas, e portanto, os déficits são complicadores para a política cambial.

Por esta visão, analogamente às partidas dobradas contábeis, todo investimento necessita de alguma modalidade de financiamento. Ao se financiar investimentos com recursos externos o câmbio torna-se um risco tanto para devedores como observa Bresser e Gala (2007) quanto para credores como ilustra Pitchford (1995 *apud* NOIJE, 2010).

A visão de Marcela Aurélio (1997) ilustra a terceira das classificações propostas por Pitchford, posto que esta autora se preocupa com o aumento das obrigações líquidas para com investidores estrangeiros, e os custos advindos deste aumento.

1.4.1 Crescimento Econômico

Amado e Resende (2007) explicam que os países com alta vulnerabilidade externa, só têm acesso a financiamento externo em momentos de alta liquidez internacional, pois, estes, são vistos como

economias com menor grau de confiabilidade, do tipo Ponzi ou de caráter especulativo, e desta forma têm de aproveitar este ciclo de expansão da liquidez internacional para produzir seu ciclo de crescimento.

Aurélio (1997) ressalta o benefício representado pela captação de poupança externa em economias estagnadas pela falência do modelo de financiamento do desenvolvimento através de investimentos em infraestrutura e na produção via iniciativa fiscal.

Se por um lado a captação de poupança externa aumenta o crescimento dos países sendo uma boa alternativa para solucionar a insuficiência de poupança interna no curto prazo (AURÉLIO, 1997), já que o objetivo do endividamento externo é, via de regra, financiar o aumento do grau de investimento, por outro pode aumentar a vulnerabilidade destas economias.

É mister, entretanto, atentar para o fato de que o país deve cuidar para que esta poupança externa seja quase que transmutada em investimento, porque caso parcela considerável desta seja desviada para o consumo, o país corre o risco de no longo prazo, por não ter tido um aumento significativo no seu nível de investimento, não ter incrementos significativos em seu PIB e, portanto, não ser capaz de gerar divisas para refinarçar sua dívida (AURÉLIO, 1997).

Esta posição favorável à captação, normalmente, de poupança externa é defendida, normalmente, pelos adeptos da síntese neoclássica, posto que estes consideram que o déficit em transações correntes permite diferenças entre as taxas domésticas de investimento e poupança, e que seguindo esta linha de raciocínio quando um país de economia aberta se encontra com baixa taxa de poupança interna, este pode recorrer à poupança externa ocasionando déficit em transações correntes, a partir de um desequilíbrio $SD < ID$, $SD + SE = ID$ (PITCHFORD, 1995 IN NOIJE, 2010).

1.4.2 Aumento da Vulnerabilidade Externa

Bresser Pereira (BRESSER e GALA, 2007) atenta para o fato de que os déficits em conta corrente, uma implicação lógica negativa da captação de poupança externa, normalmente não serem mencionados na literatura existente acerca do tema deste subitem¹¹.

Este autor em conjunto com Paulo Gala (2007), aponta ainda que déficits em transações correntes são sempre negativos para o país, salvo se este se encontrar em uma situação de alta oportunidade de investimento (como a economia americana no final do sec. XIX), pois em situação normal, parte substancial do financiamento externo tende a ser utilizado para consumo e não para investimento

¹¹ No caso de Bresser-Pereira, a colocação de déficit em transações correntes como implicação da captação de poupança externa soa dúbia, já que rigorosamente a absorção de poupança externa é o saldo em Transações Correntes.

(BRESSER e GALA, 2007).

Bresser Pereira e Paulo Gala afirmam que ao optar por uma política de captação de poupança externa, o país trabalha com uma taxa de câmbio valorizada em relação a sua taxa de câmbio de equilíbrio nas contas externas. Assim, efeitos menos evidentes desta apreciação cambial são observados. Por um lado os salários dos trabalhadores tendem a aumentar e os preços dos bens *tradables* a baixar, por outro lado os preços dos bens *non tradables* tendem a aumentar relativamente, posto que estes não sofrem concorrência de produtos estrangeiros (BRESSER e GALA, 2007).

Os custos de produção mais elevados tornam o país menos competitivo, e como o atraso tecnológico é comum em países em desenvolvimento¹², isto significa, muitas vezes, uma crise produtiva com falências organizacionais generalizadas.

Quando o déficit em transações correntes é financiado via conta financeira, ocorre aumento do passivo externo (NOIJE, 2010), conta que pode mostrar-se vulnerabilizadora dependendo de sua proporção em relação ao PIB.

A captação de poupança externa pode ser vista também como uma questão cambial, como um resultado líquido da conta reservas, ou ainda como uma ocorrência vulnerabilizadora (PITCHFORD, 1995 *apud* NOIJE, 2010).

1.4.3 Crescimento Econômico Versus Aumento da Vulnerabilidade Externa

O cerne da problemática descrita *supra* é que quando há esse desvio da poupança externa para consumo, o país entra em sério risco de uma crise aguda quanto ao pagamento de sua dívida externa, tornando-se extremamente vulnerável.

Quando da reversão das expectativas, os credores internacionais, os quais se tornam bem mais criteriosos quanto à concessão de novos empréstimos, entram em um ciclo de desconfiança causada, parcialmente, também pela observação da manutenção da taxa de investimento deste país a despeito do seu grau de endividamento.

É necessário entender que o prazo do endividamento importa, pois, quanto menor o prazo, menor espaço para quaisquer medidas resolutivas no intuito de contornar eventuais reduções de oferta de refinanciamento.

¹² O atraso tecnológico em países em desenvolvimento, apesar de ser comum, encontra contradição empírica por exemplo nos chamados tigres asiáticos, que são países conhecidos por alto grau de tecnologia.

É importante, portanto distinguir quando o processo de captação de poupança externa gera vulnerabilidade e quando isto não se verifica.

Segundo Aurélio (1997) tudo depende de como é conduzida a poupança externa, ou seja, de quais são os seus destinos.

Se o país aproveitar a expansão da liquidez internacional para incrementar seu nível de investimento, provavelmente obterá bons resultados, pois, no longo prazo quando precisar pagar sua dívida, os retornos dos investimentos maciços realizados mais que compensarão o pagamento do serviço da dívida, não incorrendo o endividamento, portanto, em aumento da vulnerabilidade (AURELIO, 1997).

Por outro lado, o qual já foi bastante evidenciado aqui, se esta poupança externa servir, em detrimento de financiar investimento, para financiar consumo, o país apresentará aumento de sua vulnerabilidade externa.

Os países credores atentos aos indicadores de vulnerabilidade, quando da reversão de suas expectativas que teoricamente podem advir de diversas fontes, rapidamente tornar-se-ão mais criteriosos quanto à concessão de refinanciamentos.

Tais indicadores servem como instrumento para medir a dependência do país em relação aos capitais externos, considerando-se aqui um cenário financeiro internacional de alta instabilidade, e também a resistência do país a choques externos.

A captação de poupança externa pode auxiliar no crescimento econômico, apenas quando de uma oportunidade extraordinária de investimento (BRESSER e GALA,2007). O que pode, no presente, impulsionar o investimento é o financiamento externo, e apenas no caso de restrição do crédito interno ou de diferenciais substanciais de taxas de juros interna e externas.

O que defende Aurélio (1997) é o endividamento externo para impulsionar o investimento, para que em períodos subsequentes possa-se pagar os juros das dívidas, enquanto durante todo o período há crescimento econômico com promoção do emprego, fomento ao consumo com maior dinamização econômica, e conseqüente novo estímulo ao investimento.

Se a poupança externa, no sentido estrito, for revertida para investimento – o que a literatura indica que raramente acontece (BRESSER-PEREIRA E GALA, 2007) – os resultados podem ser positivos.

Tal postura é vista de forma bastante otimista por Franco (1998), que defende a inserção da economia de forma mais liberal na globalização, por esta inserção trazer benefícios no que compete ao financiamento de investimentos e ao mesmo tempo permitir o escoamento da produção, de forma a nivelar a capacidade técnica de produção entre os países ao mesmo tempo em que isto se

viabilizaria através do Investimento Externo Direto. Desta forma, a produção seria beneficiada tanto pela maior facilidade na aquisição dos bens de capital, quanto pelo aumento da produtividade que aumentaria a competitividade, impactando positivamente as exportações no longo prazo.

Quando Bresser e Gala (2007) afirmam que a poupança externa tende a financiar consumo e não investimento, este é um alerta para se atentar para a composição da poupança externa, dado que esta é importante para a questão da vulnerabilização.

A composição da poupança externa é o mapa do destino dos recursos absorvidos do exterior. É esta estrutura que determinará as consequências dos déficits em transações correntes.

2 Histórico do Brasil de 1999-2009

2.1 *Prólogo - Plano Real (1994-1999)*

Neste ponto serão explicados os aspectos do Plano Real que levaram à crise cambial e comentar-se-á o papel da vulnerabilidade externa para a ocorrência da mesma.

Em 1993, segundo o Projeto Sert/DIEESE, têm início os preparativos para a implantação do Plano Real, plano de estabilização cujas diretrizes norteariam a política econômica brasileira do último quinquênio da década de 1990.

Este plano era constituído basicamente por três medidas econômicas: ajuste fiscal – cria-se o FSE (Fundo Social de Emergência) – uma reforma monetária que se iniciaria com a URV (Unidade Real de Valor) um mecanismo indexador definido diariamente e calculado sobre a moeda de transição o cruzeiro-real até finalmente haver a introdução do Real como moeda corrente, e a adoção concomitante da âncora cambial (Leichsenring, 2004).

O Plano Real foi implantado em 1994 coordenado pelo então ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso que seria eleito presidente poucos tempo depois. O real é a nova moeda brasileira e logo nos primeiros meses a nova política econômica tem sucesso em controlar a inflação¹³.

Este plano, à semelhança de tantos outros, como os arquitetados em países como México e Argentina, previa utilizar a taxa de câmbio para conter a inflação interna ancorando-a à taxa padrão internacional – o dólar - em uma espécie de semi-paridade que forçava o produtor nacional a não aumentar seus preços e melhorar a qualidade de seus produtos para tornar-se competitivo, posto que os produtos importados que já inundavam o país, desde a abertura comercial realizada ainda no governo Collor de acordo com o chamado consenso de Washington (BATISTA, 1994, *apud* MATTOS, 1997), agora estavam mais baratos e portanto acessíveis ao consumo interno.

Para garantir esta política de quase paridade, houve esforços no sentido de acumular reservas de moeda estrangeira. Os impostos sobre importações também foram reduzidos para conduzir a uma maior competição dos produtos transacionáveis (tradables) importados frente aos nacionais. Tais medidas visavam além da estabilidade inflacionária por inibir aumentos de preços dos bens tradables, a modernização do parque industrial brasileiro através do investimento externo direto (FRANCO, 1998) . Houve então um aumento galopante das importações, que não acompanhado obviamente pelas exportações¹⁴, isto tudo devido ao câmbio próximo ao dólar, ou seja, valorizado,

13 O ano de 1994 teve índice de inflação anual de 916,46%. sendo que de janeiro a junho a média da inflação mensal foi de 43,08% e a partir de julho, apesar do resíduo que deixou a inflação deste mês em 6,84% , caiu drasticamente, mantendo-se abaixo dos 3% ao mês até dezembro quando registrou-se 1,71% de inflação mensal (IPCA, IBGE).

14 O aumento das importações e diminuição das exportações em termos absolutos e relativos quando da valorização do câmbio é previsto na teoria econômica pela condição de Marshall-Lerner (NISHIJIMA; MONTEIRO; MARÇAL,

ocasionou o acúmulo de déficits após déficits na balança comercial e, conseqüentemente, na balança de transações correntes.

Este déficit em transações correntes demonstrado na tabela 1, é um componente importante neste trabalho, posto que indica a configuração da vulnerabilidade externa do período, dada a conhecida relação entre captação de poupança externa e vulnerabilidade externa (GALDEANO, 2008).

Os cálculos pertinentes à vulnerabilidade externa deste período estarão no terceiro capítulo desta dissertação, mas, considerando a relação supra exposta pode-se inferir que há evidências de ocorrência de ciclo reflexo de crescimento econômico da economia brasileira em relação às economias centrais. Tais evidências também se confirmam pelo próprio histórico do período demonstrado neste capítulo, e que versa sobre as respostas drásticas da economia brasileira aos choques externos de expansão e contração da liquidez internacional, dado o desequilíbrio externo que contribui para a configuração de sua dependência externa.

TABELA 1					
BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL 1993-1997					
Principais contas (valores acumulados por ano) (em milhões de US\$)					
CONTAS	1993	1994	1995	1996	1997 (*)
1. Balança comercial	13.307	10.466	-3.352	-5.539	-12.000
Exportações	38.563	43.545	46.506	47.774	
Importações	-20.554	-33.079	-49.858	53.266	
2. Serviços	-15.585	-14.743	-18.600	-21.707	-26.000
Juros (líq.)	-8.280	-6.338	-8.158	-9.840	
Lucros e dividendos (líq.)	-1.931	-2.483	-2.590	-2.2373	
Viagens internacionais (líq.)	-799	-1.181	-2.419	-3.593	
Outros	-4.575	-4.741	-5.433	-5.901	
3. Transferências unilaterais	1.666	2.588	3.973	2.899	3.000
4. SALDO EM CONTA-CORRENTE (1+2+3)	-592	-1.689	-17.978	-24.347	-35.000
5. CONTA DE CAPITAL	10.115	14.294	29.820	33.012	
Investimento direto líquido	6.170	8.131	4.870	9.442	13.000
Empréstimos e financiamentos	13.170	54.832	17.377	27.104	
Amortizações pagas	-9.978	-50.411	-11.026	-14.423	
Outros	753	1.742	18.799	10.889	
6. Erros e omissões	-1.119	334	1.638	0	
7. RESULTADO GLOBAL DO BALANÇO (4+5+6)	8.404	12.939	13.480	8.665	
8. Variação das reservas	8.404	12.939	13.480	8.665	

Fonte: Banco Central e Revista Conjuntura Econômica.
(*) Previsão.

Tabela 1.

Fonte: MATTOS, 1997.

No intuito de atrair capitais para seguir com o Plano Real – e seu regime de bandas cambiais - o novo governo implementou um pacote de políticas monetárias, tributárias e cambiais. Dado que o cenário econômico a partir da crise do México era bastante desfavorável para economias similares à mexicana como é o caso do Brasil, os capitais que o país conseguiu atrair de fato eram em sua

maioria, capitais estrangeiros de curto e médio prazo. Esta composição da dívida, posteriormente, demonstrou ser um tremendo problema quando da ocorrência de crises financeiras envolvendo países emergentes, as quais foram frequentes na década de 1990.

Foi permitido ao sistema cambial de bandas assimétricas, com limite superior e sem limite inferior, uma maior valorização em decorrência do influxo de capitais proporcionado pelo aumento das taxas de juros praticadas no país.

A prática de altas taxas de juros, que eram atraentes ao especulador internacional, oneraria as contas públicas, inclusive a dívida externa. Para sanar essas contas, tentou-se implantar um ajuste fiscal a fim de restaurar a imagem das instituições públicas e aumentar as receitas estatais. Uma das medidas de ajuste fiscal mais polêmicas foi a privatização de empresas estatais como a Vale do Rio Doce.

O aumento da taxa de juros aliado a restrição ao crédito servia tanto para atrair moeda estrangeira quanto para conter a demanda interna que era crescente devido ao aumento e manutenção do poder aquisitivo dos salários proporcionado pelo fim do período de inflação muito alta. Vê-se, deste modo, que a política monetária restritiva era parte indispensável para garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos.

Em março de 1995, ocorreu a crise mexicana, e o Brasil dependente de capitais especulativos e, portanto bastante voláteis se encontrava em uma situação bastante desagradável, sendo um país emergente como o México, foi atingido significativamente pela onda de desconfiança dos investidores financeiros internacionais – reversão de expectativas (Minsky, 1977) - e viu suas reservas em moeda estrangeira despencarem.

Para conter esta fuga de capitais o governo teve de atrair o investidor estrangeiro e ao mesmo tempo conter a demanda interna, e para tanto, lança mão de diversas ferramentas de política econômica. Em março de 1995 ocorre uma mudança no regime cambial, houve estreitamento das bandas cambiais em torno da moeda norte-americana, para restringir o espaço para intervenções do Banco Central, corte no crédito que já possuía restrição crônica, e novos aumentos na taxa de juros.

Nos primeiros 18 meses do Plano Real houve muitos resultados positivos em diversos aspectos da economia. A desinflação progressiva que pôs fim a hiperinflação, o aquecimento da economia que proporcionou o aumento do emprego, o crescimento da renda que demonstrou ter impactos suavemente negativos sobre a desigualdade e efeitos um pouco mais fortes sobre a pobreza, especialmente após maio de 1995 quando houve o aumento do salário mínimo.

Devido às medidas contra o contágio do “efeito tequila” e o déficit crescente da balança comercial decorrente do descontrole da demanda interna, o emprego e a produção industrial entraram em

decadência paulatina. Apenas posteriormente os outros setores da economia foram atingidos, já que houve grande crescimento da economia em 1995 (o crescimento do PIB brasileiro atinge a marca de 10% na primeira metade de 1995).

A partir de 1996 encerra-se o período de prosperidade, apesar do sucesso do controle inflacionário. Houve desaquecimento da economia e o conseqüente desemprego elevava-se a taxas crescentes, alcançando níveis alarmantes, intensificando-se a cada novo aumento na taxa de juros. Desta forma a renda parou de ser distribuída – não que seu movimento de distribuição fosse exatamente considerável - e a economia começava a dar sinais de enfraquecimento.

Quando do advento da crise asiática de 1997 que atingiu Hong Kong, Tailândia, Indonésia e Coreia, o Brasil, sentindo-se, uma vez mais, ameaçado pelo fenômeno de contágio de mais uma crise em países emergentes que, causando fuga de dólares, prejudicava de maneira severa o mecanismo de bandas cambiais que sustentava a sobrevalorização da moeda brasileira, produziu mais um choque de juros em outubro de 1997. Desta vez a taxa SELIC chegou a cerca de 45% a.a. (BANCO CENTRAL).

Em 1998 teve início a crise da Rússia, país que, na ocasião, havia declarado moratória. Esta crise se alastrou, a exemplo das anteriores, e alguns autores a consideram um resultado direto da crise asiática, pela proximidade e relação destas economias. Isto dito, a instabilidade russa, em um mundo financeiro extremamente globalizado, contagiou muitos países emergentes entre eles o Brasil com elevação do risco-país e conseqüente fuga de capitais de curto prazo, os quais voláteis e, contudo, essenciais à manutenção do regime de bandas cambiais só aceitariam permanecer no país por uma taxa de juros alta o suficiente para compensar o risco (prêmio pelo risco).

Assim foi efetuado novo choque de juros a partir de setembro de 1998, a taxa Selic alcançando 42% em outubro deste ano (Banco Central do Brasil). Os investidores de curto prazo, contudo, a despeito da taxa de juros astronômica, continuaram a deixar o país.

O aumento extraordinário da taxa de juros, que em julho de 1998 estava em 19,25%, ao invés de melhorar a situação do país, parece ter sido considerado pelo mercado como uma medida desesperada de um país em crise prestes a ir à bancarrota. Entrementes o emprego e a renda tiveram redução, o desemprego bateu recorde e a renda média do trabalhador ocupado reduziu-se.

Entrou em cena o Fundo Monetário Internacional, que cedeu uma linha de crédito de 41 bilhões de dólares para proteger o real, o custo desta transação que envolvia também os países desenvolvidos seria o cumprimento das diretrizes do Fundo, a qual, de cunho neo-liberal, impunha grandes custos a economia brasileira, sacrificando ainda mais o emprego – o desemprego chegou a 7,5% (GIAMBIAGI E AVERBUG, 2000) – e a renda.

Este empréstimo, apesar de todos os malefícios que exigia, não trouxe o benefício esperado, não pôde enfrentar as pressões do mercado para desvalorizar a moeda. Assim, em janeiro de 1999, aconteceu uma das duas maiores desvalorizações do Real até o presente, ocasionando a ruptura do regime cambial de semi-paridade, passando o câmbio a flutuar desde então.

22 Overshooting do câmbio e Recuperação Econômica

Em seguida comentar-se-á as dimensões do *overshooting* e o processo de recuperação econômica, comentando-se os choques externos e seus impactos sobre a economia brasileira (1999).

Quando da liberação do câmbio brasileiro em janeiro de 1999, ocorreu um fenômeno conhecido como *Overshooting*, o qual é caracterizado por uma desvalorização excessiva da taxa de câmbio no curto prazo em relação a taxa de câmbio de equilíbrio longo prazo (GIAMBIAGI e MOREIRA, 1999, p.3).

Na esfera financeira este fenômeno se dá devido à saída massiva de capitais em decorrência do aumento da incerteza em momentos de crise, que gera pânico nos mercados financeiros.

No setor real, o *exchange-rate overshooting* se dá devido ao tempo de ajuste da economia real aos novos preços relativos. Este tempo de ajuste decorre da rigidez de contratos e dos chamados custos de menu (primeira hipótese do Modelo de *Overshooting*) que fazem salários e preços respectivamente fixos no curto prazo, e também depende da sensibilidade da demanda agregada em relação à taxa de câmbio (segunda hipótese do Modelo de *Overshooting*).

No caso específico do *Overshooting* observado durante o Plano Real, (GIAMBIAGI e MOREIRA, 1999) houve tentativas de evitar este fenômeno através de uma desvalorização gradual da taxa de câmbio a uma média de 0,6% ao mês. Tal manobra econômica, porém, não foi suficiente para acomodar as pressões de deterioração cambial da moeda nacional. Desta forma de 12 de Janeiro a 50 dias houve uma desvalorização de 79%.

Como era de se esperar nos casos clássicos de *Overshooting*, logo a grande desvalorização dava início a sucessivas graduais valorizações. O interessante foi que ao contrário de países como o México, esta recuperação no Brasil se deu sem que houvesse grande aceleração inflacionária. O país passou pela crise sem diminuir seu PIB – na verdade este cresceu algo em torno de 1%) e com inflação de cerca de 10% (Giambiagi e Averbug, 2000. p.19, 22). Os autores recordam ainda que no final do ano, considere-se aqui no longo prazo, a desvalorização do real ficou em 22%, ou seja, a taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo foi alcançada.

No caso brasileiro as políticas econômicas contaram, ao que parece, com boa fundamentação macroeconômica. Dos países que adotaram a chamada trilogia impossível – Câmbio (quase) Fixo, Política Monetária Ativa e Plena Mobilidade de Capitais – o Brasil foi o que menos sofreu os efeitos negativos quando da ruptura do regime de câmbio.

O saldo da balança comercial observou expressiva melhora após o episódio de *Overshooting*. Várias medidas foram tomadas pelo governo no intuito de melhorar as condições das contas externas brasileiras, incluindo a promoção de *road shows* no exterior para reativar as linhas de crédito internacionais. Assim a economia voltou a ter crédito e confiança, o que também favoreceu a recuperação no caso do *Overshooting*.

Estes acontecimentos para muitas pessoas significaram o fim do Plano Real, pois até julho de 1999 o país ainda absorvia o reajuste cambial. As taxas de inflação, apesar de não serem elevadas, foram suficientes para corroer os salários já reduzidos pela queda da atividade produtiva, os quais regrediram aos níveis reais anteriores ao Plano Real.

Foi implementada então uma nova estratégia monetária: o regime de metas de inflação, não por acaso do inglês “*inflation target*” baseado no modelo americano¹⁵, em que as taxas de inflação são normalmente de apenas um dígito (Ministério da Fazenda).

23 Eleições e Crise Argentina

23.1 Pleito presidencial e Tensão Doméstica e Internacional

Neste ponto serão comentados os reflexos econômicos do pleito presidencial brasileiro. Para tanto comentar-se-á o aumento do risco país no período e suas implicações, demonstrando o clima de tensão internacional do período. E comentar-se-á a aceleração momentânea da taxa de inflação no país.

Foi amplamente divulgado pela mídia, discutido no mercado financeiro, e mesmo defendido dentro do meio acadêmico a relação entre o favoritismo de Lula e a disparada do risco país para o Brasil em 2002.

Houve outro debate, não tão noticiado, que tratava da relação do risco país com a política econômica praticada pelo governo, sobretudo a monetária.

Neste ponto, é importante apresentar o conceito de risco país. O risco país é um *spread* ou seja um

¹⁵ A Federal Reserve nunca adotou formalmente o sistema de metas de inflação, mas, informalmente é como parece operar. A este respeito, ver Taylor (1993) p. 195-214.

prêmio de risco que o país precisa incorporar a sua taxa de juros. Assim o risco-país é um dos componentes e por isso um dos determinantes da taxa de juros de um país (TOLEDO, 2002)

Serão apresentadas a seguir as duas visões e uma síntese.

A visão de quem credita a escalada do risco país no período ao favoritismo de Lula nas pesquisas de intenção de voto, se apoia em fatos, fatores e atores de grande repercussão à época. Ator: George Soros declara que a confirmação das intenções de voto nas urnas instalaria o caos no país. Fator: Os banqueiros preferem o candidato da situação de então, José Serra. Fato: os mercados se agitam, alimentando e sendo alimentados pelo pessimismo bastante intensificado pela repercussão da declaração de Soros na mídia mundial (ALDÉ, 2003, p.103).

Aqueles que defendem que a Política Monetária foi a grande vilã para o risco país em 2002, o fazem por acreditar que a prática de juros altos interferem na percepção de risco em uma economia, sobretudo juros de longo prazo (TOLEDO, 2002).

Via de regra, considera-se que o aumento da taxa de juros de um país atrai capitais, mas altas taxas de juros também podem indicar dominância fiscal. A sinalização de pouca austeridade por parte do governo não é bem recebida pelo mercado, pois, indica maior probabilidade de o país estar ou se tornar vulnerável a ponto de precisar aumentar sua taxa de juros para não correr o risco de não conseguir refinarçar sua dívida.

Neste sentido, o aumento da taxa de juros também pode sinalizar ao mercado que a economia está em crise de credibilidade, e de maneira emergencial paga diferenciais de juros substanciais sobre a taxa de juros americana para evitar uma possível fuga de capitais, a qual sabe-se envolve custos altos demais.

Mesmo se o país não sustentar um regime de paridade ou semi-paridade, ainda assim, uma fuga de capitais pode ser prejudicial já que influencia a capacidade de pagamento dos compromissos financeiros do país, além de alterar seus preços relativos. A incerteza em relação à dimensão da mudança de preços relativos aumenta o risco do investidor, já que o risco cambial atinge as duas partes dos contratos (NOIJE, 2010, p. 46).

Tanto no caso de o mercado interpretar a escalada da taxa de juros como indícios de dominância fiscal, ou de outros problemas relacionados à sua capacidade de pagamento de compromissos financeiros, ou ainda como uma política de defesa do regime cambial, os investidores se alvoroçam no que os ortodoxos chamam de efeito manada¹⁶ (AMADO e RESENDE, 2007).

Existem também as consequências internas com impactos externos a serem considerados. Juros altos impactam negativamente a atividade econômica, encarecem significativamente a dívida

16 Amado e Resende (2007) chamam de movimentos miméticos.

externa e seus encargos, e ao favorecer a entrada de capitais via financeira, encarecem os produtos nacionais externamente devido ao câmbio valorizado.

Quando as expectativas se reverterem em face da leitura pessimista da taxa de juros praticada, pode ocorrer fuga de capitais e uma crise cambial.

No caso brasileiro, o câmbio se desvalorizou em um novo *overshooting*, desta vez bem mais pronunciado que o de 1999. Segundo a teoria keynesiana, as expectativas podem se reverter por virtualmente qualquer motivo ou nenhum deles. Minsky diz que a própria bonança pode desencadear uma crise de confiança, pois, a instabilidade é uma consequência da própria estabilidade (MINSKY, 1977).

Assim, como a tarefa de isolar os dois atores, Soros e o Banco Central; os dois fatores, a preferência dos banqueiros por Serra e a prática de altas taxas de juros pelo Banco Central; como determinantes do fato, o pânico no mercado financeiro em 2002, o ano de pleito presidencial. Considera-se neste trabalho que tanto o favoritismo de Lula ante a reprovação deste pelos banqueiros nacionais e internacionais com a participação direta de George Soros, quanto o patamar em que foram sustentadas as taxas de juros e as repercussões disso para o mercado tiveram papéis relevantes na reversão de expectativas que deu origem à inquietação nos mercados financeiros nacionais e internacionais em 2002.

Considera-se entretanto que estes dois fatores, tanto isoladamente quanto em conjunto não são suficientes para explicar totalmente o fenômeno da desvalorização cambial de 2002.

23.2 Crise Argentina e Impactos Sobre a Economia Brasileira.

Outro ponto que pode também ajudar na explicação da grande desvalorização cambial doméstica de 2002 é a crise da Argentina. A seguir, serão comentados os efeitos da crise deste importante parceiro comercial do Brasil sobre o país. (2001~2002)

Quando da crise da Argentina de 2001 e da crise energética nacional no final deste mesmo ano e estendido ao ano seguinte devido a falta de investimentos no setor elétrico, a taxa Selic aumentou em 19% chegando a 12% a.a., o PIB cresceu apenas 1,51% em termos reais.

As expectativas pessimistas do mercado devido à crise argentina, economia com a qual o Brasil possui intensa relação comercial, prejudicaram o Brasil pela proximidade, relações e similaridade.

A provável eleição do candidato petista Luís Inácio Lula da Silva e a política monetária restritiva do Banco Central (TOLEDO, 2002), possivelmente uma medida defensiva ante a possibilidade de

contágio da crise argentina, conduziram o Brasil a uma nova crise cambial. (OREIRO, SICSU E PAULA, 2004).

Em tal conjuntura, a dívida pública aumentou em 4 pontos percentuais, mesmo com a valorização do câmbio até maio, o que auxiliava na preservação dos títulos atrelados ao câmbio.

A inflação sofreu nova aceleração em 2002, sobretudo, nos seus dois últimos meses, alçando o patamar de 12,53% (IPEADATA), esta aceleração inflacionária faz parte da explicação do crescimento do PIB nominal deste ano.

Anos eleitorais são conhecidos por Políticas Fiscais expansionistas, considerando-se o aperto monetário por parte do Banco Central, a inflação foi possivelmente relacionada à expansão fiscal.

O período de recuperação após o *overshooting* do câmbio de 1999, foi marcado por melhoras no que tange à atividade econômica e ao nível de emprego.

1999	0,25
2000	4,31
2001	1,31
2002	2,66

Tabela 2. Crescimento Econômico Brasileiro: 1999 a 2002
FONTE: IBGE e CORECON SP.

O Produto Interno Bruto, apesar dos fortes impactos da crise brasileira de 1999, não decresceu, apenas cresceu pouco em 1999. Em 2000 o crescimento foi um dos mais altos desde 1995. A crise argentina, a queda da liquidez internacional, a crise energética e a política econômica interna, entretanto, contribuiriam para que o PIB voltasse a ter crescimento baixo. O ano de 2002 que foi um ano eleitoral, teve um desempenho melhor do que o de 2001, mas, ainda assim fraco.

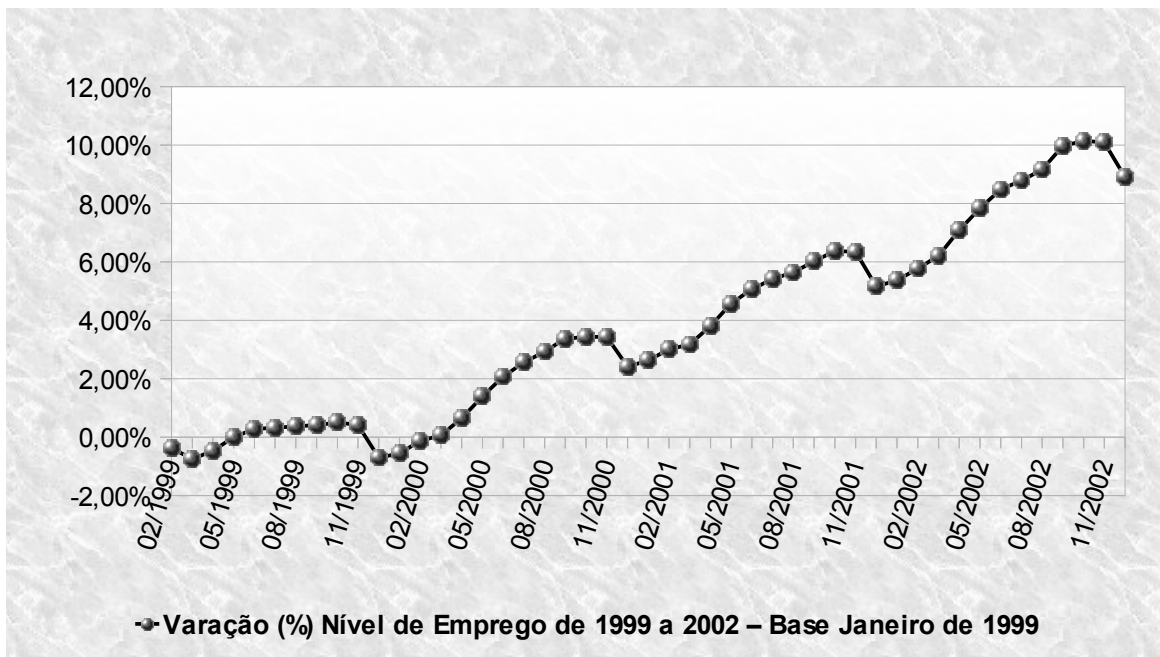


Figura 1. Variação percentual do nível de emprego de 1999 a 2002 – Base: Janeiro de 1999. Elaboração própria com dados do MTE (MINISTÉRIO DO TRABALHO E EMPREGO).

O Nível de Emprego tem subido desde o fim da âncora cambial. O número de pessoas empregadas subiu 10% em 4 anos, o que é positivo mas não suficiente em termos sociais.

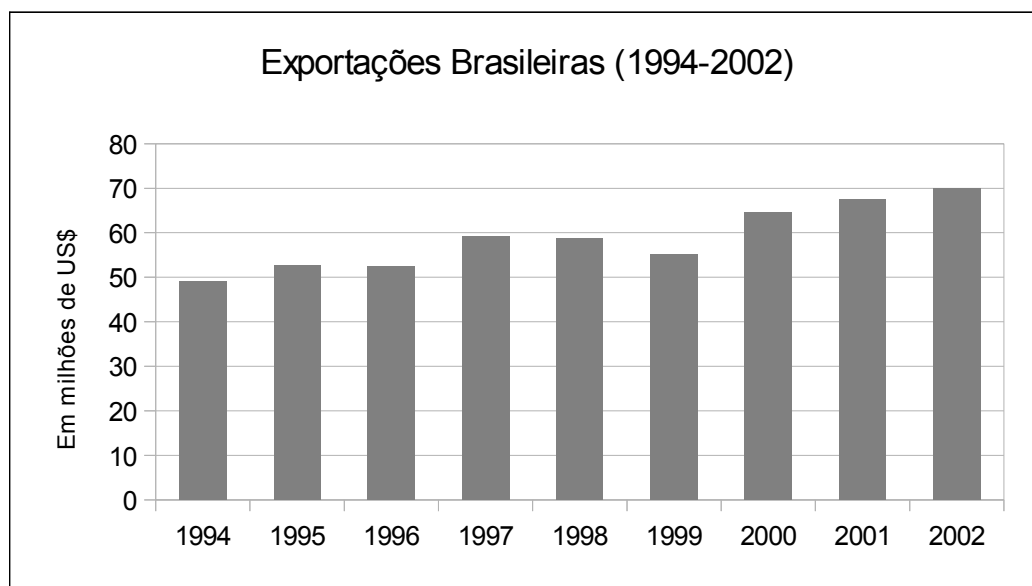


Figura 2. Exportações Brasileiras: 1994 a 2002. Elaboração própria com dados do Banco Mundial.

As exportações foram claramente beneficiadas pela mudança do regime cambial. E cresceram 26,65% entre 1999 e 2002. Esta conta é importante, pois, a balança comercial é a principal conta da Balança de Transações Correntes, conta cujo comportamento é bastante associado à configuração de maior ou menor grau de vulnerabilidade externa e uma recuperação nas exportações é um pedaço importante do caminho para a diminuição da vulnerabilidade da economia.

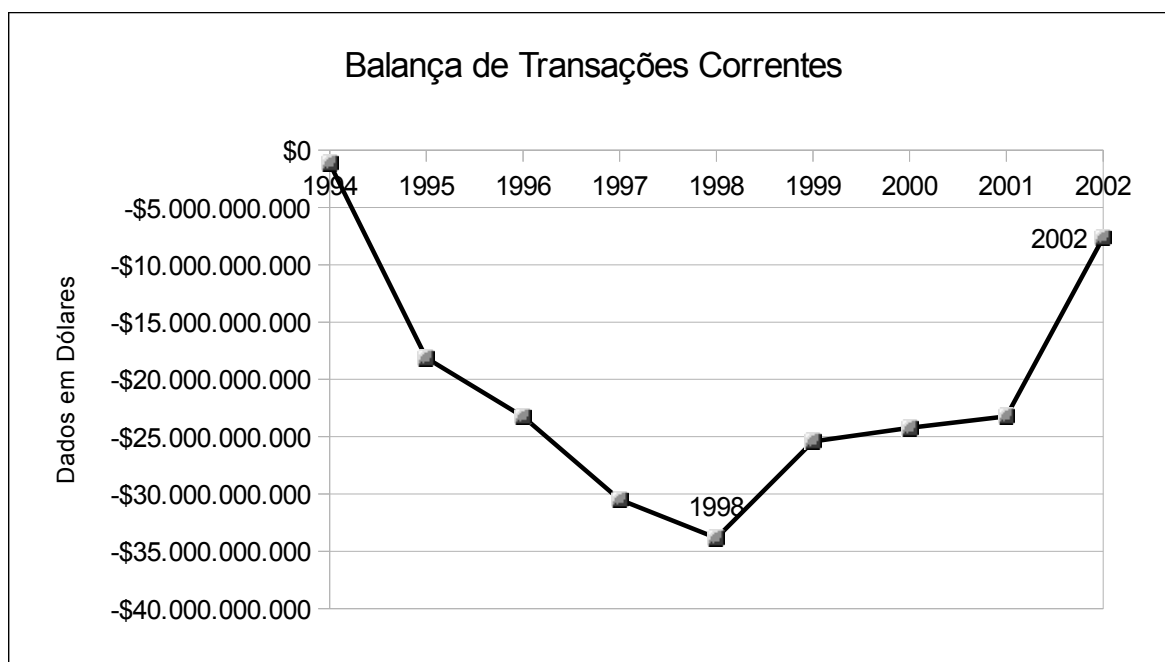


Figura 3. Balança de Transações Correntes 1994 a 2002.
 Elaboração própria com dados do Banco Mundial.

Embora não tenha deixado de ser deficitário nesta conta até 2002, o Brasil se recuperou significativamente. A captação de poupança externa diminuiu 77,43% do seu auge em 1998 até 2002.

24 O Brasil no Mundo – Um retrato econômico do Brasil no período de prosperidade mundial de 2003 a 2007.

Neste ponto serão apresentados dados sobre o desempenho macroeconômico brasileiro com variáveis como Desemprego, Inflação, e foco no PIB. Comparar-se-á a trajetória de crescimento brasileira à mundial no intuito de esboçar o papel do Brasil no Mundo. (2003-2007)

A estabilização inflacionária no Brasil contribuiu para a realização de um plano de crescimento sustentado, embora baixo, o qual vigeu em boa monta nos anos pré crise americana.

2003	1,15
2004	5,72
2005	3,16
2006	3,75
2007	5,67

PIB Brasileiro: 2003 a 2007.
FONTE: IBGE e CORECON SP.

No primeiro ano da nova gestão o país cresceu pouco acima de 1%, menos que os 2,62% de 2002, mas, também com menor inflação; os anos que se seguiram foram de melhoras pontuais na produção e no emprego. O emprego cresceu 27% de 2003 a 2007 (MINISTÉRIO DO TRABALHO

e EMPREGO) enquanto que o produto cresceu em média 3,89% (IBGE).

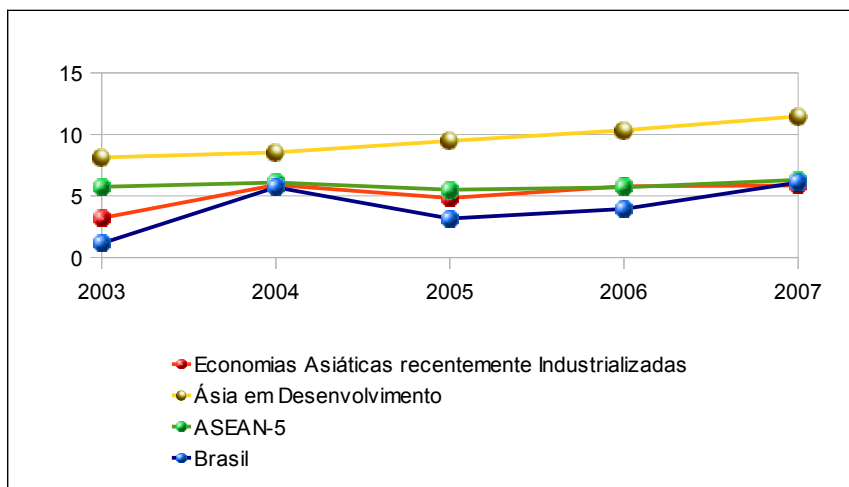


Figura 4. Crescimento Comparado: Brasil, Mundo e Grupos Econômicos I. Elaboração própria com dados do FMI.

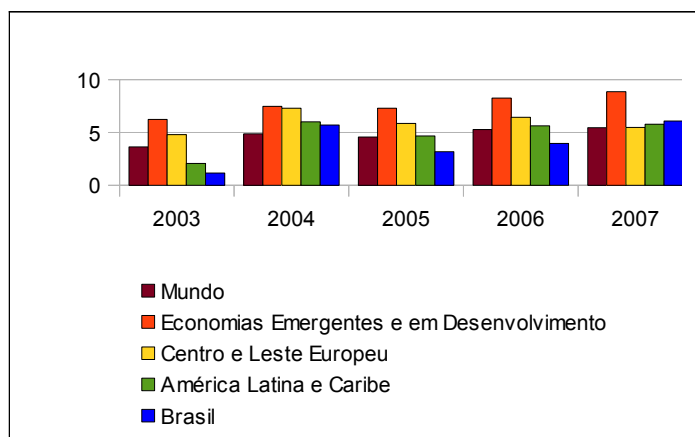


Figura 5. Crescimento Comparado: Brasil, Mundo e Grupos Econômicos II. Elaboração própria com dados do FMI.

No período de 2003 a 2007, considerado por muitos, considerando-se uma linha do tempo como *locus*, um oásis de tranquilidade econômica nas últimas décadas, o Brasil parece não ter aproveitado a onda de prosperidade experimentada por outras economias. O Brasil cresceu abaixo da Ásia em Desenvolvimento, da média dos emergentes, da média da Europa Central e leste europeu, abaixo da média para a América Latina e Caribe. Ficou inclusive abaixo da média mundial.

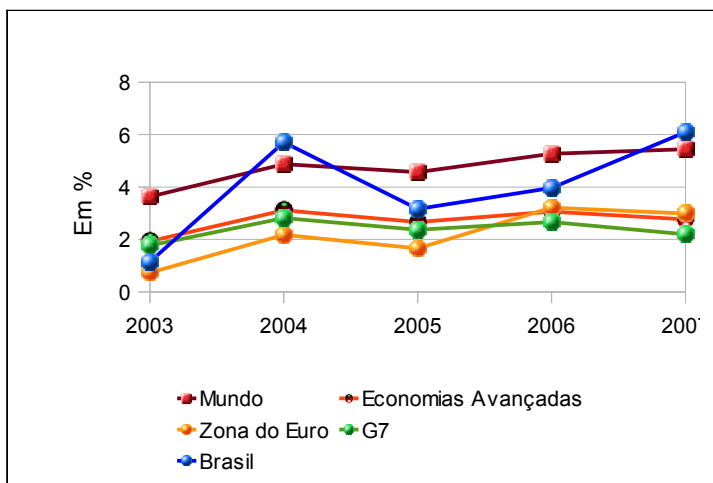


Figura 6. Crescimento Comparado: Brasil, Mundo e Grupos Econômicos III.
Elaboração própria com dados do FMI.

Superou apenas as economias desenvolvidas, com maior PIB e/ou com maior desenvolvimento econômico em termos de IDH, como é o caso de alguns países da Zona do Euro.

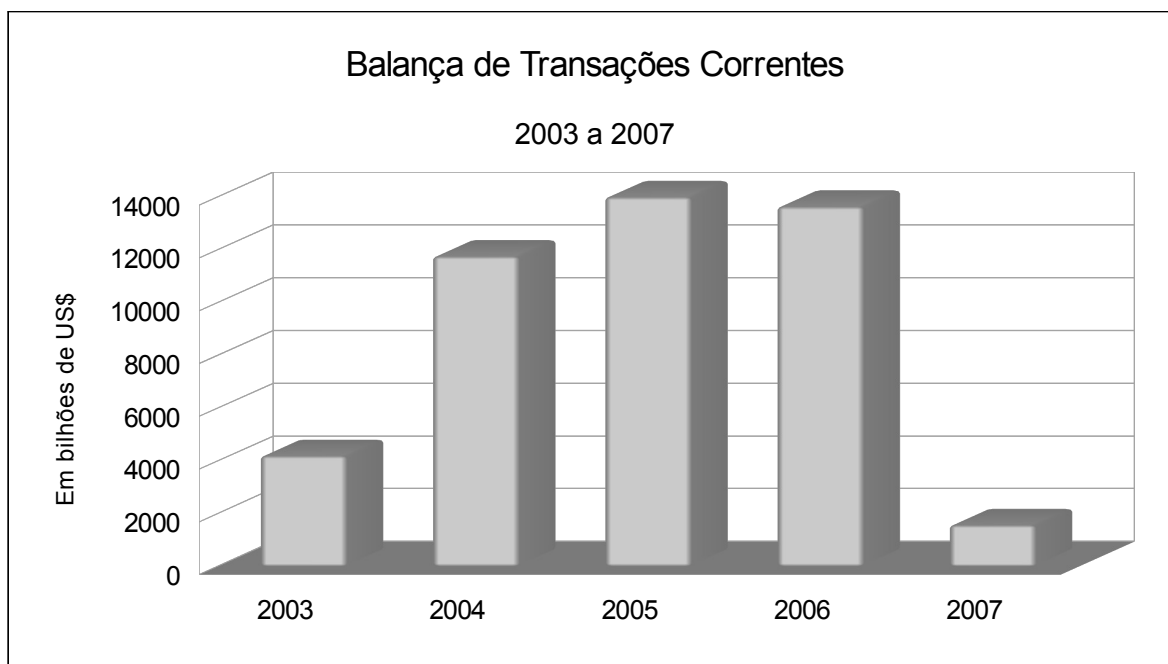


Figura 7. Balança de Transações Correntes 1994 a 2002.
Elaboração própria com dados do Banco Mundial.

O desempenho do saldo em transações correntes de 2003 a 2007 foi positivo, houve melhora de 120% em relação ao último ano do período anterior, que foi 2002.

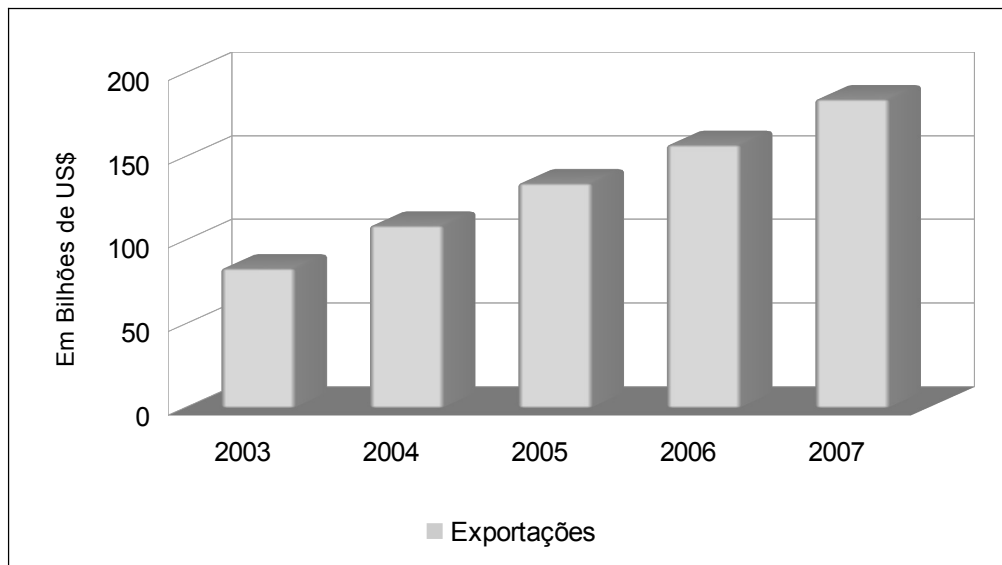


Figura 8. Exportações Brasileiras: 2003 a 2007.
Elaboração própria com dados do Banco Mundial.

É perceptível, no entanto, que mesmo em patamar bem melhor que o período anterior, houve grande queda de 2006 para 2007 no saldo em transações correntes. As exportações tiveram crescimento considerável no período e não diminuíram o ritmo de expansão em 2007, inclusive porque as commodities, muitas das quais entre as principais contas da pauta de exportação brasileira, estavam em alta.

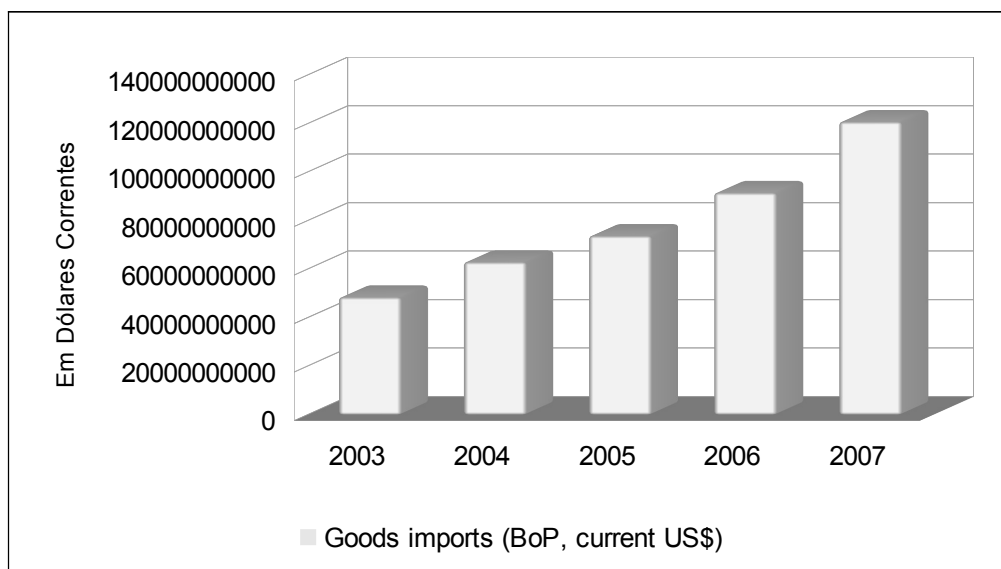


Figura 9. Importações Brasileiras: 2003 a 2007.
Elaboração própria com dados do Banco Mundial.

As importações embora crescentes não tornaram a Balança Comercial deficitária. O que explica a queda é a conta de Serviços e Rendas.

25 Crise Mundial e seus impactos sobre a economia brasileira

Neste ponto serão demonstrados os impactos da crise iniciada na carteira de ativos imobiliários dos Estados Unidos sobre a economia brasileira, a partir de variáveis como crescimento do PIB e Desemprego.(2007~2009).

Em 2007 o Brasil cresceu na casa dos 6%. Em 2008 com os impactos da crise sentidos no último trimestre o país começou a ter sua economia desacelerada, chegando a apresentar decréscimo de PIB da ordem de 0,64%. Apesar do resultado negativo, comparativamente o país conseguiu melhores resultados que outros países, sobretudo os desenvolvidos.

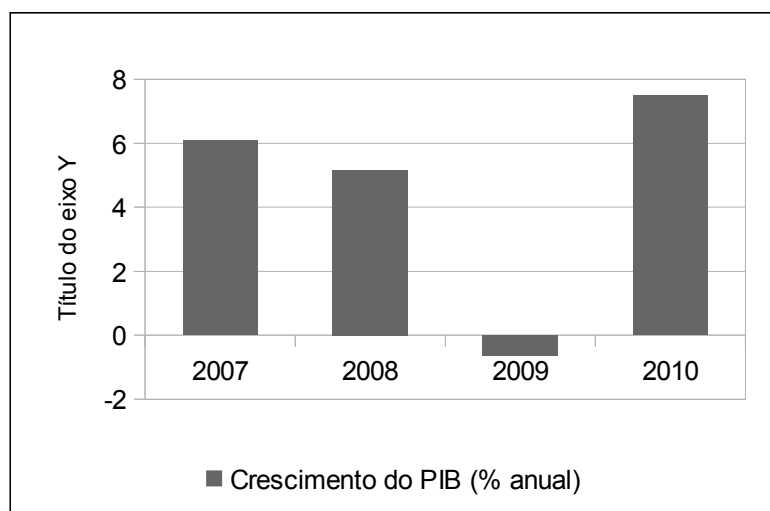


Figura 10. Crescimento Econômico Brasileiro (2007-2010)
Elaboração própria com dados do Banco Mundial.

O crescimento de 2010 foi bastante alto para os padrões históricos nacionais dos últimos 25 anos, e também expressivo comparado ao mundo.

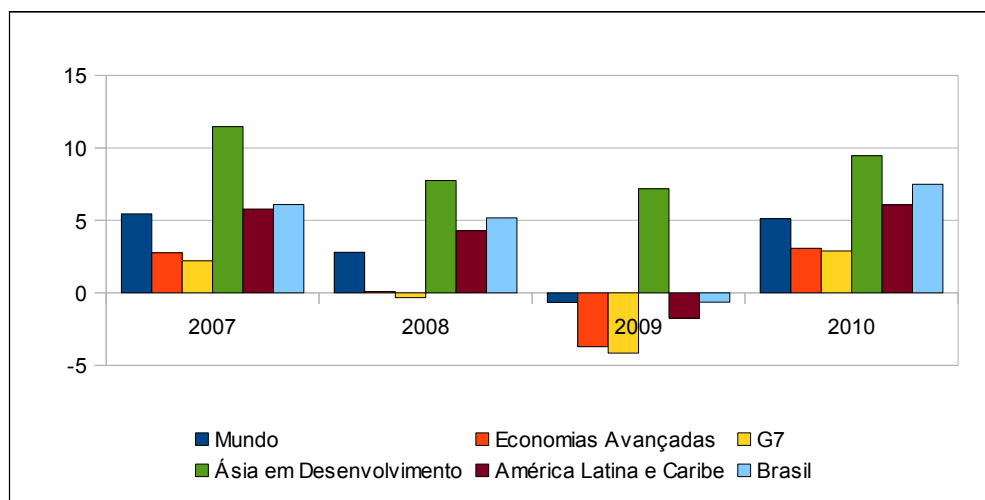


Figura 11. Crescimento Comparado: 2007-2010.
Elaboração própria com dados do FMI.

O Brasil, como a América Latina demorou mais a entrar na crise e saiu antes do mundo. É importante notar que a Ásia em Desenvolvimento, embora tenha sofrido impactos da crise

americana, não deixou de crescer a taxas bastante altas.

É importante destacar também que as economias avançadas e o G7, embora tenham de fato sofrido mais e por mais tempo que os outros grupos, em 2010 já voltaram a apresentar resultados similares aos de 2007, antes da crise.

O Brasil tem apresentado resultados melhores que a média mundial, Economias Avançadas, G7, e América Latina e Caribe desde 2008, mas, não tem alcançado os êxitos asiáticos.

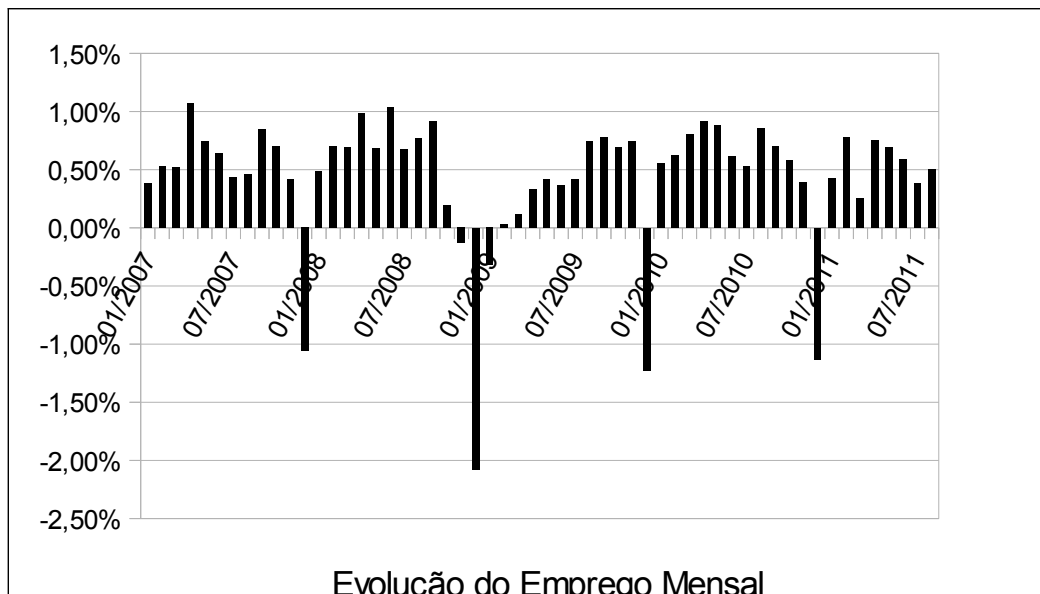


Figura 12. Evolução do Emprego: 2007-2010.

Elaboração própria com dados do MTE (Ministério do Trabalho e Emprego).

Os resultados sobre o emprego no Brasil se se fizeram sentir em dezembro de 2007 após o anúncio da crise no sistema *subprime* em setembro, desacelerando em outubro e novembro e por fim de fato decrescendo em dezembro.

Em 2008, alguns acontecimentos positivos como o *investment grade* concedido ao Brasil pelas agências de rating – que ocasionou o pico histórico no mercado acionário brasileiro em maio deste ano – a postura do governo brasileiro, e diversas políticas de “*balance sheet*”¹⁷ ou de balancete, como a diminuição de impostos sobre importação para algumas linhas de eletrodomésticos e para algumas categorias da indústria automobilística, permitiram um bom resultado neste ano apesar das grandes ameaças que se aproximavam. Neste caso específico de política monetária não convencional (políticas bastante discutidas no cenário acadêmico das décadas de 1960 e 1970), o banco central foca setores específicos, e age de modo a beneficiá-los através de incentivos fiscais,

17 Políticas de *Balance Sheet* consistem em o Banco Central utilizar ativamente o seu balancete no intuito de afetar diretamente os preços e as condições de médio e longo prazo da taxa de juros. Tais políticas podem ser classificadas em quatro (4) grupos: políticas de taxa de câmbio, de administração de *quasi*-dívida, políticas creditícias e políticas de reservas bancárias (BORIO e DISYATAT, 2009). Para maiores detalhes, ver Borio e Disyatat (2009), em especial: p. 2, 6, 22.

estimulando assim a economia como um todo.

O ano de 2009 foi aquele em que se manifestaram de maneira mais pronunciada os efeitos domésticos da crise externa. O ciclo reflexo é bastante visível nesta série tão emblemática para a atividade econômica: a partir de outubro de 2008 o nível de emprego desacelera, decrescendo nos 3 meses seguintes e crescendo menos de 0,5% ao mês até julho.

Em 2007 o mercado imobiliário americano apresentou problemas levando todo o sistema financeiro americano a uma crise, a qual se alastraria por toda a economia global. Em 2008 a crise americana teve seu marco definitivo, a quebra do quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos, o Lehman Brothers.

Durante o período de convalescença da economia mundial, outra crise foi gestada, a crise na zona do Euro. Acerca desta última não há ainda resultados conclusivos, posto que ainda se encontra em andamento.

Os economistas se dividem no que tange ao momento de eclosão da crise europeia. Um grupo diz que esta crise é um desdobramento da crise americana, e outro grupo diz que esta crise ocorreria de qualquer forma, com ou sem a crise americana, dado o desordenamento fiscal das economias europeias durante o período de ascensão econômica mundial (2003-2007), mas que a crise americana teria definido o momento de eclosão da crise europeia.

É possível afirmar também que os impactos da crise mundial de 2007-2009 sobre a economia brasileira foram bem menores que em outros momentos históricos, como as crises mexicanas de 1982, e 1994, a crise dos Tigres Asiáticos de 1997, a crise russa de 1998 e a crise argentina de 2002.

Os efeitos da crise europeia sobre a economia brasileira não parecem estar totalmente claros, mas, é certo que há impactos sobre as exportações brasileiras e sobre o crescimento econômico, e que outros impactos devem chegar ao país. O perfil de vulnerabilidade brasileiro, no entanto, sugere que o país continuará mais resistente a estes choques externos que em períodos anteriores, e a julgar pelo volume de investimentos recebidos pelo país, o Brasil deve continuar a crescer, ainda que a taxas menores que 2010.

3 Vulnerabilidade Externa no Brasil (1999-2009)

3.1 Cálculo e Interpretação dos indicadores

3.1.1 Indicador 1 – Capacidade cambial de pagamento do serviço da Dívida

3.1.1.1 Cálculo Indicador 1

Reservas Internacionais

Serviço da Dívida

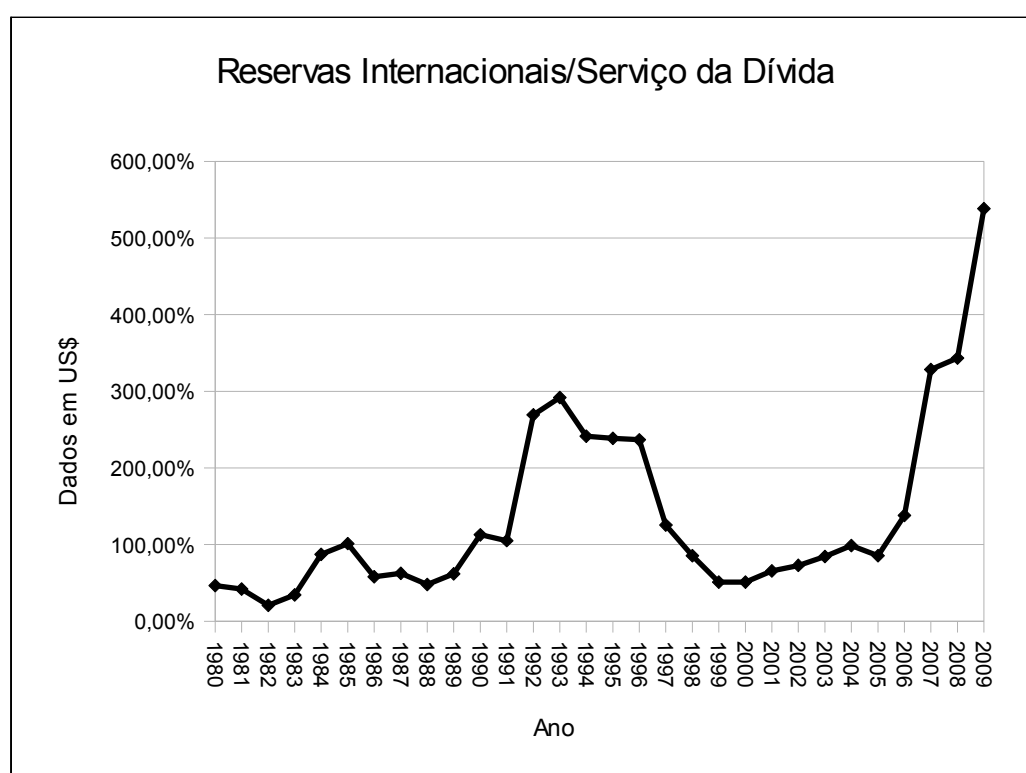


Figura 13 – Indicador 1. Reservas Internacionais/Serviço da Dívida

Elaboração própria com dados extraídos das fontes: Banco Mundial e Banco Central do Brasil.

3.1.1.2 Interpretação Indicador 1

Quanto maior esta proporção, menos vulnerável quanto a divisas está o país, e mais confiáveis os seus títulos de dívida. Consequentemente, menor o risco de *default*.

Na linha da aplicação da Hipótese da Instabilidade Financeira para uma economia aberta, na qual o país precisa ter não apenas recursos suficientes para cumprir seus compromissos, mas fazê-lo em moeda estrangeira, este indicador é uma boa medida de vulnerabilidade (AMADO e RESENDE,

2007).

É possível notar que na década de 1980 o Brasil, que passou por uma crise da dívida externa possuía acentuada vulnerabilidade externa, passando a uma situação melhor a partir da abertura comercial. A partir de 1998, após cerca de 4 anos de âncora cambial, a vulnerabilidade voltou a subir, culminando na crise do Brasil de 1999, com a liberação do câmbio e a recuperação gradativa deste indicador, até finalmente desconfigurar-se a alta vulnerabilidade a partir de 2006.

O país, em 2009 possuía mais de 5 unidades de divisas para cada unidade monetária de serviço da dívida, o que configura uma pungente melhora neste indicador em relação as duas décadas anteriores estudadas.

3.1.2 Indicador 2 -Proporção do Serviço da Dívida sobre as Exportações.

3.1.2.1 Cálculo Indicador 2

$$\frac{\text{Serviço da Dívida}}{\text{Exportações}}$$

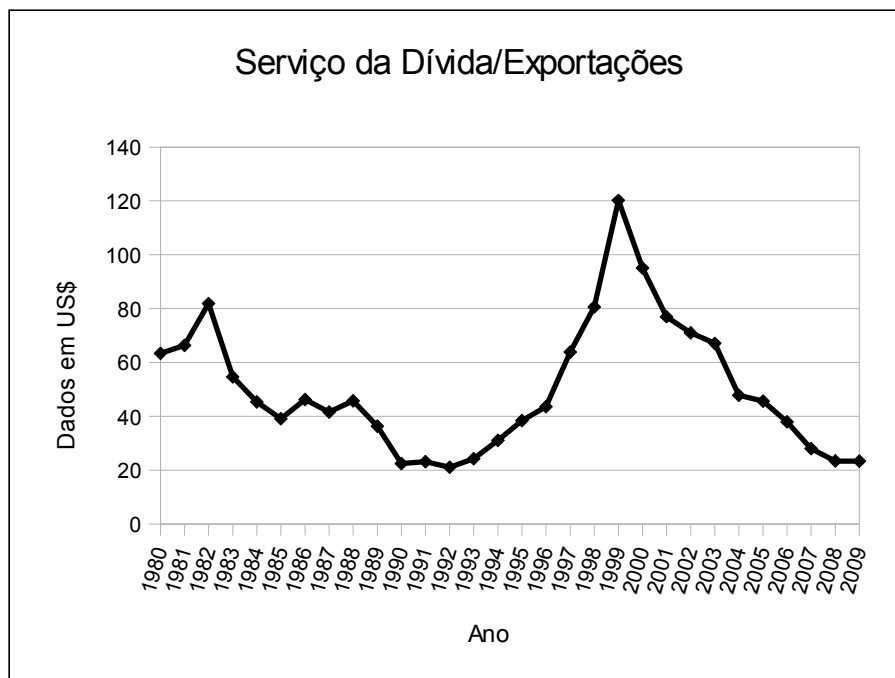


Figura 14 – Indicador 2 - Serviço da Dívida/Exportações.
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial .

3.1.2.2 Interpretação Indicador 2

Quanto menor este percentual melhor, pois, significa que o país é menos dependente das oscilações

da liquidez internacional que impacta as exportações (RESENDE e GODOY, 2005, p. 6), o que indica que, em caso de queda na liquidez internacional e, assim, das exportações, o país ainda assim conseguiria pagar o serviço da dívida. No caso de queda da liquidez internacional, pode haver dificuldades de refinanciamento da dívida, e portanto, é recomendável sempre ter este indicador em ordem, já que as exportações são a base para o pagamento do serviço da dívida. É um dado, portanto, de solidez (ou não) macroeconômica.

Este indicador apresentou grande melhora em relação aos dois períodos anteriores, sobretudo, se comparado ao período pós abertura comercial com câmbio fixo, o Plano Real, culminando na crise cambial brasileira de 1999. Após a liberação do câmbio, a melhora foi imediata caindo 1/3 em dois anos, diminuindo a taxas decrescentes em 2002 e 2003, voltando a acelerar o ritmo de queda em 2004 e mantendo a tendência de queda até 2009. Este indicador em 2009 significava apenas 19,9% de seu valor em 1999 e 64% de seu valor em 1989, o que configura uma melhora extremamente significativa no que tange à solidez macroeconômica.

3.1.3 Indicador 3 - Saldo em conta corrente/ Exportações

3.1.3.1 Cálculo Indicador 3

$$\frac{\text{Saldo em Conta Corrente}}{\text{Exportações}}$$

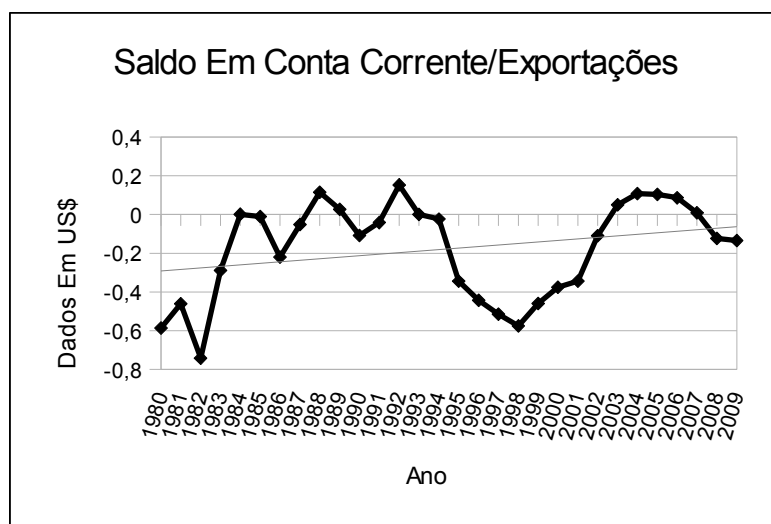


Figura 15 – Indicador 3 - Saldo em conta corrente/ Exportações
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial .

3.1.3.2 Interpretação Indicador 3

Este indicador pode ser considerado um complemento ao indicador 11; o comentário será conjunto e exposto na interpretação do indicador 11.

3.1.4 Indicador 4 -Reservas Internacionais/Exportações.

3.1.4.1 Cálculo Indicador 4

Reservas Internacionais
Exportações

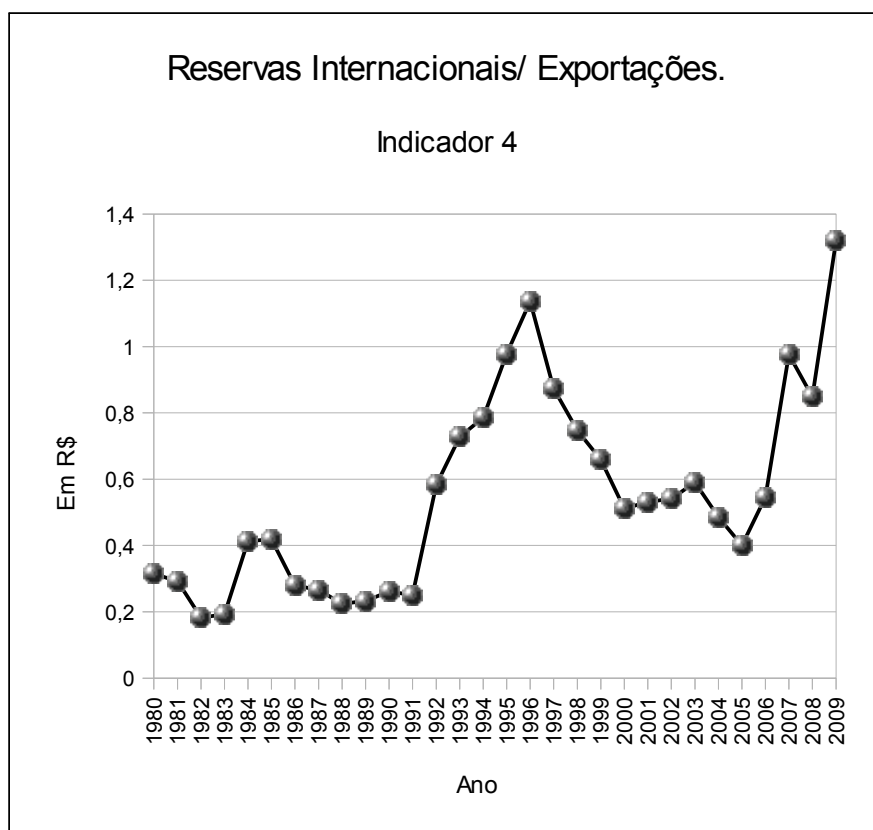


Figura 16 – Indicador 4 - Reservas Internacionais/Exportações.
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

3.1.4.2 Interpretação Indicador 4

Este indicador faz um contraponto com o indicador 17, e deve ser analisado conjuntamente com ele. Assim, sua interpretação será realizada depois.

3.1.5 Indicador 5 - Dívida Externa Total /Exportações.

3.1.51 Cálculo Indicador 5

$$\frac{\text{Divida Externa Total}}{\text{Exportações}}$$

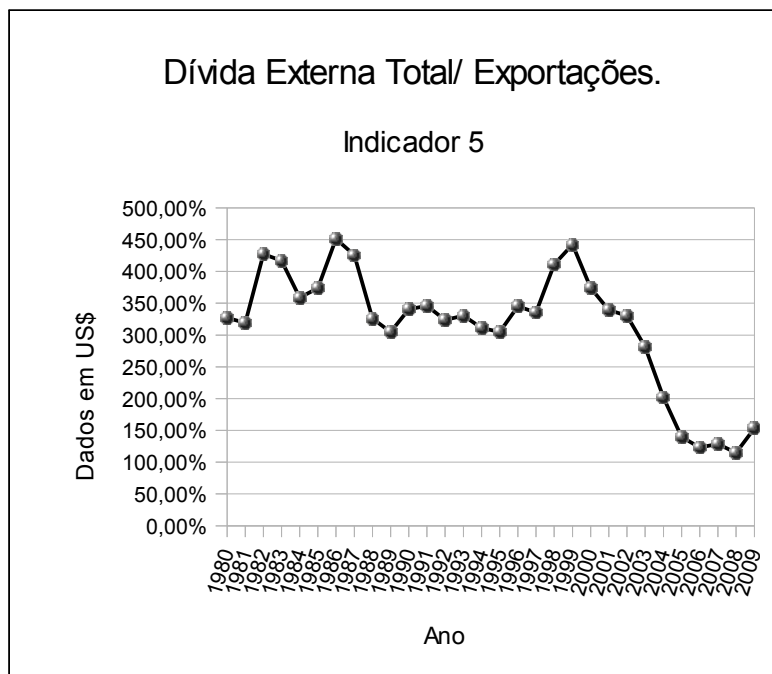


Figura 17 – Indicador 5 - Dívida Externa Total/Exportações
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

3.1.52 Interpretação Indicador 5

Este indicador calcula a vulnerabilidade do país no longo prazo, portanto, quanto menor melhor, pois, indica que o país é menos dependente de capitais especulativos para se financiar no longo prazo. Este indicador não deve passar de 2 sem graves riscos de insustentabilidade a médio prazo (MARIO HENRIQUE SIMONSEN *apud* BRESSER PEREIRA, 2001). É possível notar que este indicador está melhor no período pós liberação do câmbio, melhorando gradativamente desde 1999, ficando abaixo do nível crítico proposto por Mário Henrique Simonsen a partir de 2005 até o final da amostra.

3.1.6 Indicador 6 – Dívida Externa Líquida sobre Exportações.

3.1.6.1 Cálculo Indicador 6

$$\frac{\text{Dívida Externa Líquida}}{\text{Exportações}}$$

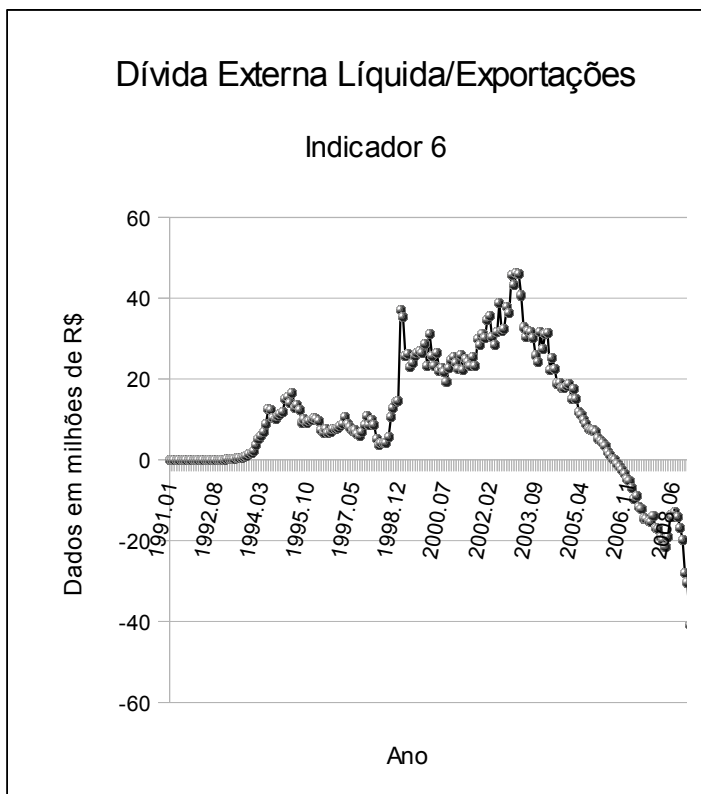


Figura 18 – Indicador 6 -Dívida Externa Líquida/Exportações.
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Central do Brasil.

3.1.6.2 Interpretação Indicador 6

Este indicador demonstra quanto a dívida líquida representa das exportações, e a vulnerabilidade de longo prazo da economia. Quanto menor melhor. É possível notar uma acentuada melhora neste indicador após a flexibilização do câmbio, sobretudo a partir de 2004. Nem mesmo a crise internacional foi capaz de elevar este indicador aos patamares do período anterior a ruptura do regime de câmbio semi-fixado.

3.1.7 Indicador 7 – Reservas Internacionais/Dívida Externa Total

3.1.7.1 Cálculo Indicador 7

$$\frac{\text{Reservas Internacionais}}{\text{Dívida Externa Total}}$$

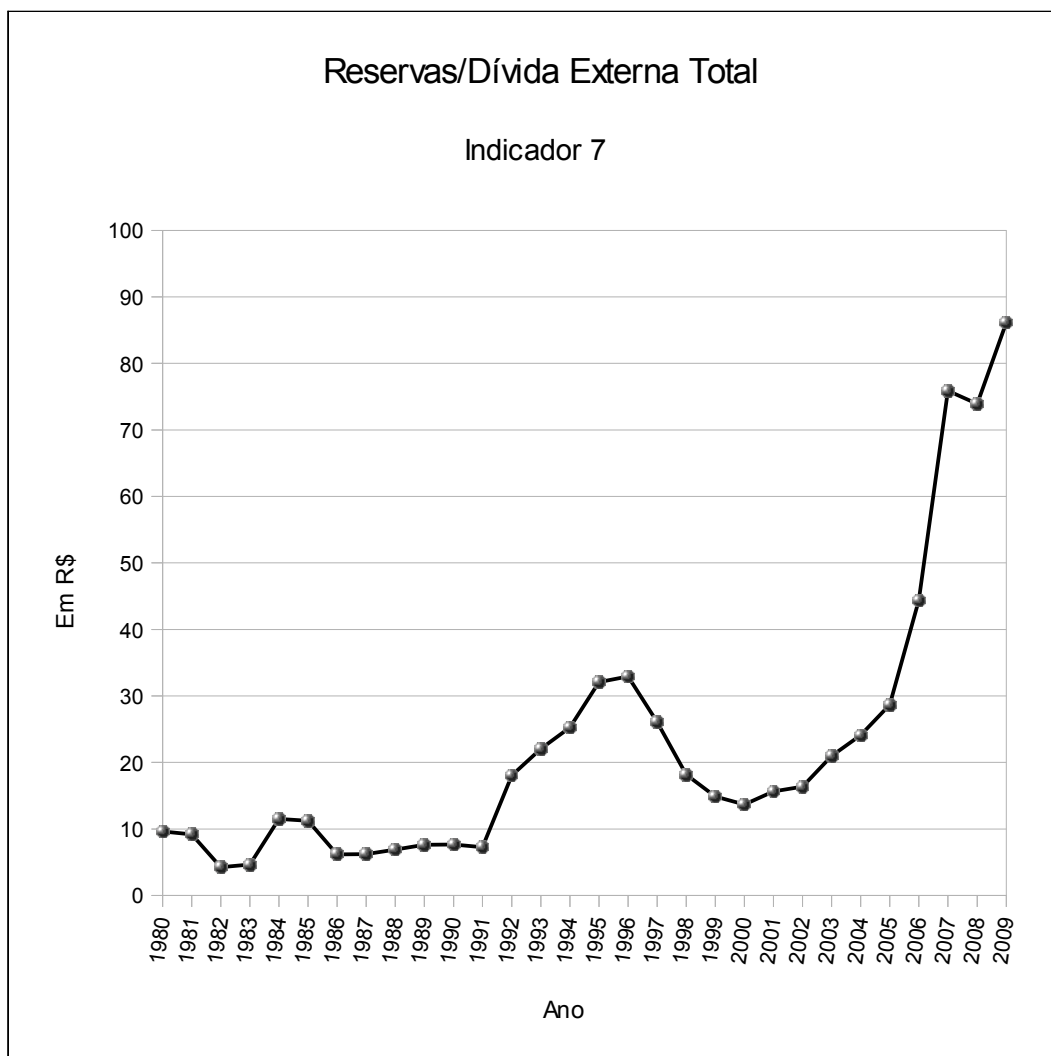


Figura 19 – Indicador 7 - Reservas Internacionais/Dívida Externa Total
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

3.1.7.2 Interpretação Indicador 7

Este indicador demonstra quantas unidades monetárias de reserva o país possui para cada unidade monetária de dívida externa total. Quanto maior melhor, pois, significa menor vulnerabilidade de longo prazo da economia, sobretudo no que tange ao câmbio. Este indicador apresentou robusta melhora em relação a 1999, mais que quintuplicando de 1999 a 2009, o que significa menor vulnerabilidade externa da economia brasileira no longo prazo.

3.1.8 Indicador 8 – Dívida Externa Total/PIB

3.1.81 Cálculo Indicador 8

$$\frac{\text{Dívida Externa Total}}{\text{PIB}}$$

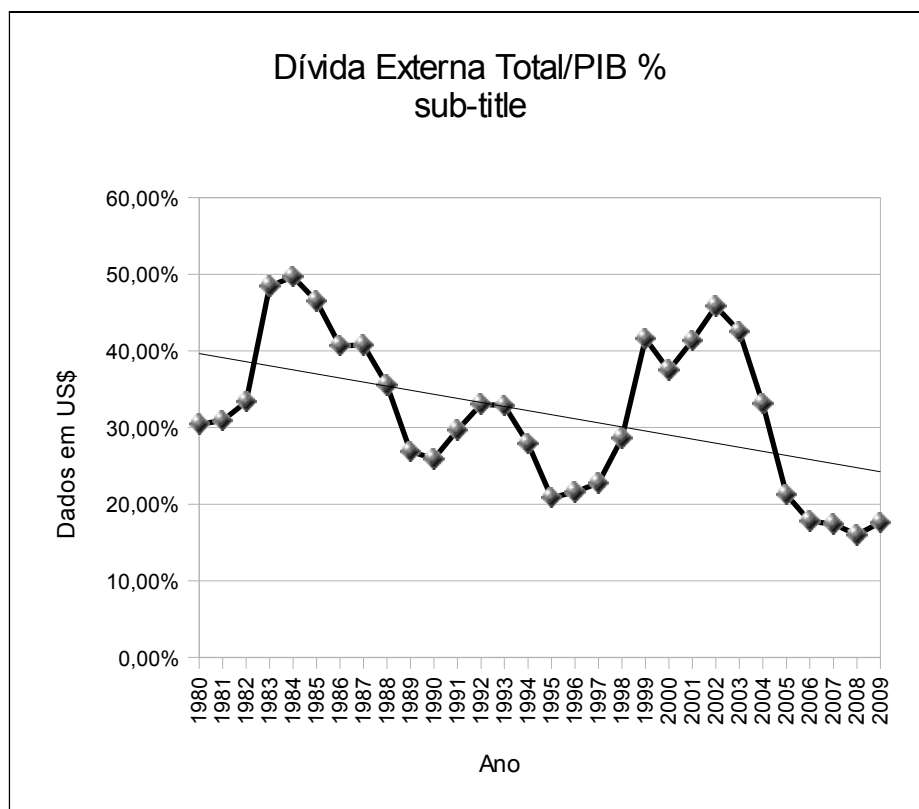


Figura 20 – Indicador 8 - Dívida Externa Total/PIB
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

3.1.82 Interpretação Indicador 8

Este indicador demonstra quanto a Dívida Externa Total representa do PIB. Este índice é uma das melhores estimativas de vulnerabilidade no longo prazo, pois, reflete a capacidade de pagamento da dívida da economia no longo prazo, e os riscos de *default*.

Para Bresser Pereira (2001) este indicador avaliado estática e dinamicamente, é um relevante indicador de tendência da vulnerabilidade. Quanto menor melhor. Este indicador apresentou nítida melhora de 1999 a 2009, caindo abaixo da metade em uma década. O que é importante tratando-se de um indicador chave de tendência como aponta a literatura.

3.1.9 Indicador 9

3.1.9.1 Cálculo Indicador 9 – Dívida Externa Líquida/PIB

$$\frac{\text{Dívida Externa Líquida}}{\text{PIB}}$$

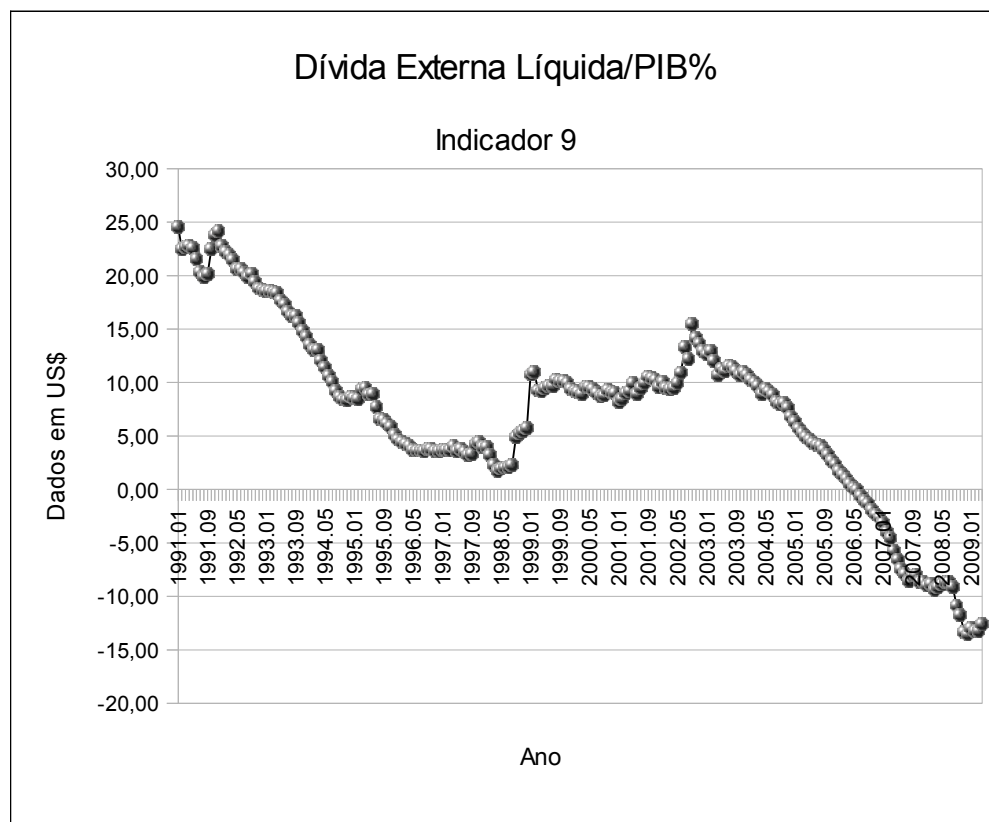


Figura 21 – Indicador 9 - Dívida Externa Líquida/PIB
Elaboração própria com dados extraídos do IPEADATA.

3.1.9.2 Interpretação Indicador 9

Este indicador demonstra quanto a dívida do país, descontando seus recebíveis, representa do PIB; apesar de precisar contar com a realização de seus recebíveis, quanto menor estiver este índice, menos vulnerável está o país.

É importante atentar para o fato de que em caso de reversão de expectativas, além de observar este índice, é importante observar a relação dívida total/PIB e a qualidade dos devedores deste país. Por exemplo, países cujos devedores estão em crise, podem não realizar seus recebíveis, como aconteceu com os credores da Argentina na crise argentina de 2002.

No caso brasileiro a dívida externa líquida pública como percentual do PIB já chegou a representar $\frac{1}{4}$ da economia nacional, e foi significativa após a flexibilização do câmbio até 2004 quando começou a cair *quasi* linearmente e gradativamente até que a partir do último trimestre de 2006, a razão dívida externa líquida do setor público/PIB ficou negativa, porque o país passou a ser credor

do exterior em termos líquidos. A situação portanto vem melhorando continuamente. Cabe ressaltar apenas, que seria interessante analisar a qualidade dos devedores de que o Brasil é credor, para avaliar suas capacidades de pagamento no atual ambiente recessivo da economia mundial, o qual deve persistir por mais algum tempo.

3.1.10 Indicador 10 – Serviço da Dívida/PIB

3.1.10.1 Cálculo Indicador 10

$$\frac{\text{Serviço da Dívida}}{\text{PIB}}$$

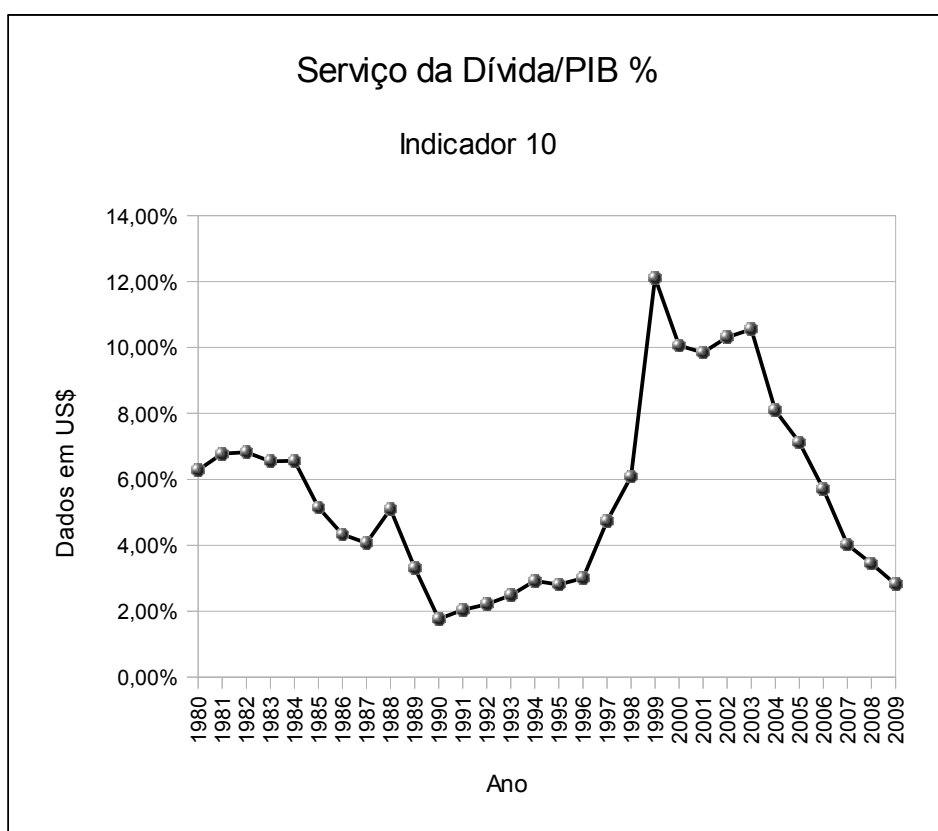


Figura 22 – Indicador 10 - Serviço da Dívida/PIB
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

Este indicador demonstra o peso dos encargos da dívida sobre o PIB. Por ser o compromisso que os países efetivamente pagam, rolando normalmente o principal, esta relação é importantíssima para a avaliação da vulnerabilidade. Quanto menor esta relação, menor a vulnerabilidade.

3.1.10.2 Interpretação Indicador 10

É possível notar que este indicador que ficou acima de 4% durante a maior parte da década de 1980 e apresentou melhora a partir de 1989 se mantendo abaixo de 3,5% até 1996, começou sua escalada mais acentuada em 1997 quando da Crise da Ásia, chegando a casa dos 6% quando da Crise da Rússia, dobrando no ano seguinte quando da crise do Brasil.

Por ser um indicador pró-cíclico, não teve uma mudança tão drástica logo após a liberação do câmbio, a questão era muito mais relacionada à variação da taxa de juros e ao fator custo do câmbio, ou seja com a liberação do câmbio e a conseqüente depreciação do real, o serviço da dívida aumentou na proporção que o câmbio e a taxa de juros variaram conjuntamente, ou seja aumentou em 64% devido à desvalorização cambial e à taxa de juros praticada para deter a fuga de capitais.

A queda deste indicador acontece a partir de 2003, primeiro ano da gestão de Luís Inácio Lula da Silva e permanece melhor até o final desta amostra. O PIB apresentou crescimento, e o Serviço da Dívida tem decrescido de forma gradativa e não linear.

3.1.11 Indicador 11 – Saldo em Transações Correntes/PIB (%)

3.1.11.1 Cálculo Indicador 11

Saldo em Transações Correntes
PIB

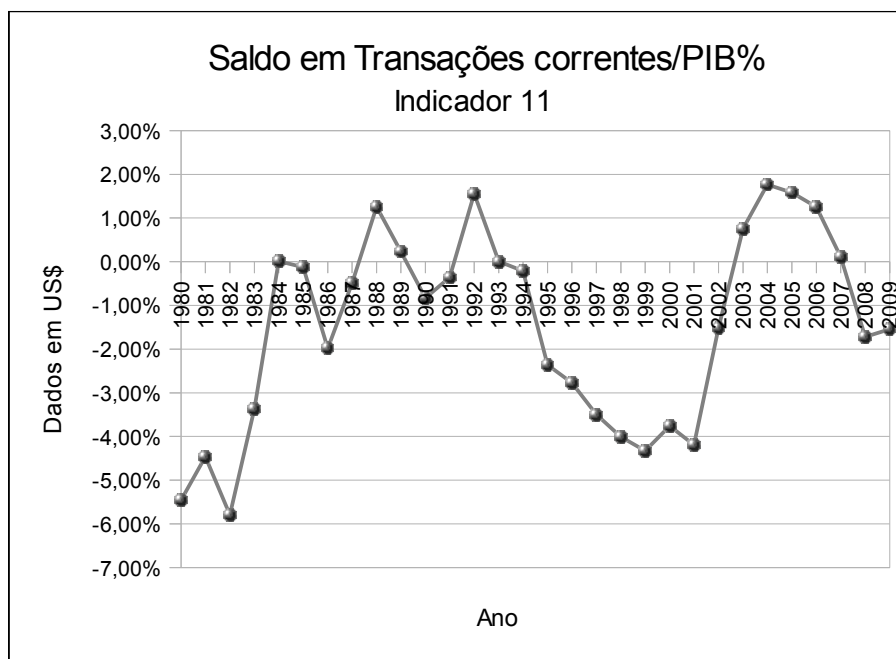


Figura 23 – Indicador 11 - Saldo em Transações Correntes/PIB (%)
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

3.1.11.2 *Interpretação Indicador 11*

Em geral, quanto maior, melhor. Se o saldo é positivo, o país está transferindo poupança interna para o exterior; isto pode corresponder a pagamento de dívidas, a acumulação de reservas cambiais ou à aquisição de propriedades no exterior. Isto implica redução da vulnerabilidade externa do país. Entretanto, é preciso levar em conta o argumento de que um país em desenvolvimento não deve transferir poupança para o exterior de modo permanente.

Se o indicador for negativo, ele indica absorção de poupança externa, o que pode ser positivo se ela for usada para investimento. Entretanto, no caso de este indicador ser negativo, é importante atentar para o quão negativo ele é. Se este indicador for muito negativo, há indicação clara de aumento da vulnerabilidade.

Este indicador é chave para o presente trabalho, pois, indica em séries temporais o atrelamento (ou não, ou ainda o grau deste) do crescimento econômico em relação aos fluxos da liquidez internacional, demonstrando a parcela do PIB que é vulnerável, ou seja dependente das economias centrais.

É interessante realizar uma análise conjunta deste indicador com o indicador 3 (Saldo em Transações Correntes/Exportações) para avaliar o comportamento do saldo em transações correntes em relação ao PIB e em relação às exportações, para tentar avaliar as dimensões e efeitos destas relações.

Este indicador que apontou vulnerabilidade acentuada entre 1994 e 2001, tem demonstrado melhoras a partir de 2002 até 2009, o padrão de 1999 a 2009 é melhor em relação ao período do Plano Real.

Se analisado pela ótica de Obstfeld e Roggoff (1996, p. 18 *apud* BRESSER-PEREIRA e GALA, 2007), os déficits em Transações Correntes apresentados durante o Plano Real, que nunca excederam 5% do PIB, foram benéficos como apontado por Franco (1998), pois, permitiram o controle inflacionário e a modernização do país sem condená-lo a um *default* iminente. A posição de Obstfeld e Roggoff não é partilhada por Luiz Carlos Bresser Pereira e Paulo Gala. Apesar da crise do Brasil de 1999, pode-se dizer que dos países que adotaram a chamada trilogia impossível (Política Monetária Ativa + Câmbio (quase) Fixo + Plena Mobilidade de Capitais) o Brasil foi o que comparativamente sofreu menos, tanto do ponto de vista econômico, quanto do ângulo social, quando da mudança de regime cambial. E talvez isto explique também, pelo menos em parte, a melhora obtida nos anos subsequentes.

3.1.12 Indicador 12 – Dívida de Curto Prazo/Exportações.

3.1.121 Cálculo Indicador 12

Dívida De Curto Prazo
Exportações



Figura 24 – Indicador 12 - Dívida de Curto Prazo/Exportações
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

3.1.122 Interpretação Indicador 12

Este indicador demonstra quanto a Dívida de curto prazo representa das exportações, quanto menor melhor, pois, significa que o país depende menos de capitais especulativos para cumprir seus compromissos imediatos, o que representa menor vulnerabilidade.

Este é um dos indicadores mais importantes de análise conjuntural. Infelizmente, faz parte do grupo de indicadores mais negligenciados pelos analistas nos períodos de calmaria, o que muitas vezes acaba por causar pânico nos operadores do mercado financeiro que são sistematicamente surpreendidos por crises de credibilidade do sistema financeiro de algumas economias. Foi o que aconteceu no caso do México em 1994 (Edwards e Savastano, 1998).

Esta série aponta que a tendência de longo prazo deste indicador em 1999 já era de queda, mas, o mercado financeiro sacudido por sucessivas crises desde 1994, realizou apenas uma análise estática deste e de outros indicadores, percebendo que o país se encontrava em um patamar vulnerável e portanto passível de falta de credibilidade pela lógica descrita por Keynes (1936) através da parábola de concursos de beleza de jornais. Nos referidos concursos de beleza, os participantes têm

que escolher os seis rostos femininos mais bonitos de uma lista. Para tanto a melhor estratégia a ser utilizada era a de escolher os rostos sob o critério de quais seriam considerados pela maioria como sendo os mais bonitos, e não o critério do gosto pessoal de cada participante (KEYNES, 1936, p.100).

As turbulências ocorridas recentemente não permitem inferir nenhuma nova tendência para este indicador, infere-se neste trabalho, portanto, que este indicador que já apresentava queda no período 1994-1999 (Plano Real) continuou a apresentar quedas, mas, desta vez mais significativas e contínuas de 1999 a 2009 em relação ao período anterior citado.

De qualquer forma, a turbulência gerada pela crise não parece ter vulnerabilizado o país, no que mede este indicador, nos níveis apresentados durante o Plano Real, e mesmo na primeira metade da década de 1990.

Parece ter havido uma mudança no padrão de comportamento deste indicador, estabelecendo-se em um patamar menos vulnerável do que todos os períodos anteriores estudados no presente trabalho.

3.1.13 Indicador 13 – Dívida de Curto Prazo/Dívida Externa Total.

3.1.13.1 Cálculo Indicador 13

$$\frac{\text{Dívida De Curto Prazo}}{\text{Dívida Externa Total}}$$

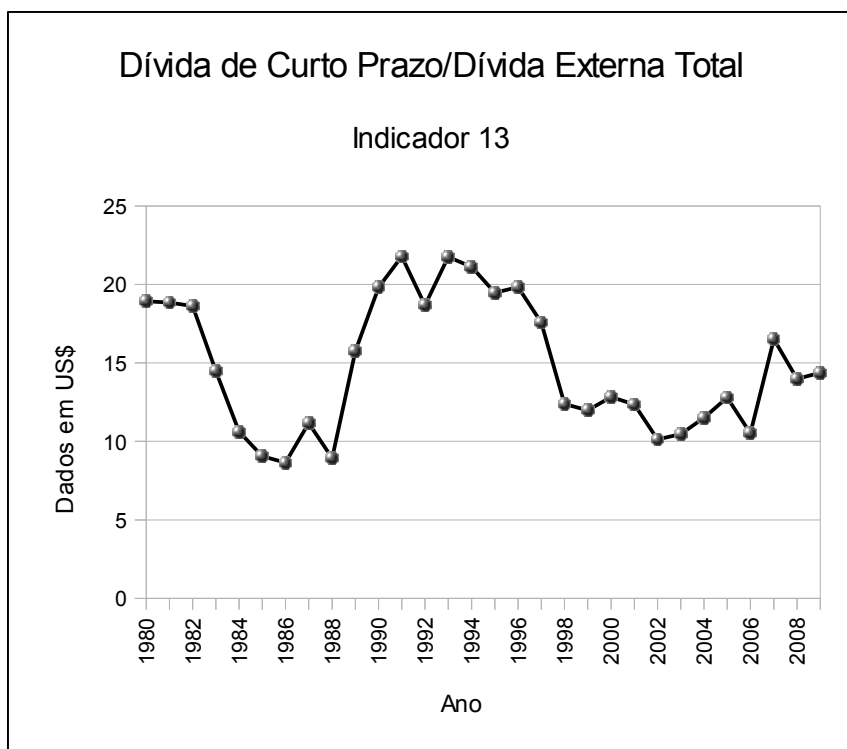


Figura 25 – Indicador 13. Dívida de Curto Prazo/Dívida Externa Total. Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

3.1.13.2 *Interpretação Indicador 13*

Este Indicador, utilizado pelo Banco Mundial e pelo FMI em seus estudos, demonstra a composição da dívida do país. Quanto menor a proporção de sua dívida de curto prazo em relação à de longo prazo, melhor, pois menos dependente de capitais voláteis está a economia e, portanto, menos vulnerável.

Este é um dos indicadores mais importantes de análise conjuntural. Indica o grau de vulnerabilidade da economia de forma direta e clara. Este indicador apresentou melhoras significativas entre 1996 e 2006, piorando a partir de 2007, mas com tendência de se normalizar em patamar menos vulnerável no longo prazo quando da dissipação dos impactos da grande crise americana de fins de 2007.

3.1.14 **Indicador 14 – Dívida de Curto Prazo/Reservas**

3.1.14.1 *Cálculo Indicador 14*

Dívida De Curto Prazo
Reservas

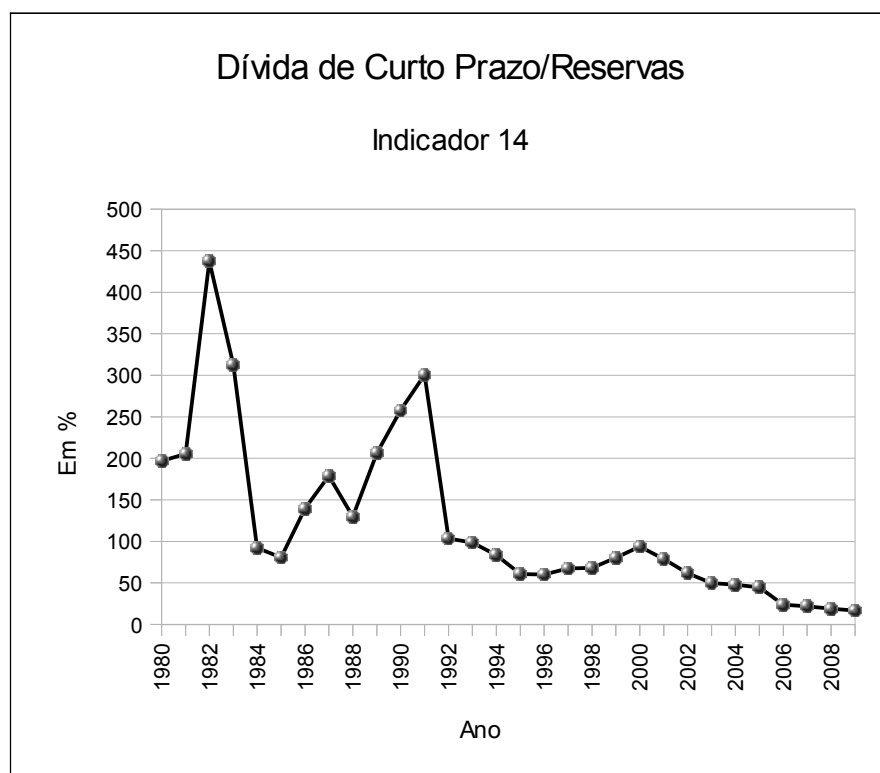


Figura 26 – Indicador 14 – Dívida de Curto Prazo/Reservas
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

3.1.14.2 *Interpretação Indicador 14*

Este indicador demonstra quantas unidades monetárias o país deve no curto prazo, para cada unidade de reservas. Quanto menor este percentual, menos vulnerável está a economia. Se ele for menor que 1 significa que o país possui reservas mais que suficientes para pagar sua dívida de curto prazo.

Este indicador, a despeito da grande crise mundial, manteve sua trajetória em coerência e coesão com sua tendência de longo prazo que é a de queda desde 1992, passando a ser mais linear a partir de 2001. Houve melhora significativa entre 1999 e 2009. Em 1999 para cada unidade de reserva o país devia mais de 80 no curto prazo. Em 2009 este indicador passou para apenas 16,68. Ainda não se pode pagar toda a dívida de curto prazo com as reservas, mas, há uma melhora colossal no longo prazo (indicador 7), já que em 1989 o país devia mais de 200 dólares no curto prazo para cada unidade de reserva.

3.1.15 Indicador 15

3.1.15.1 Cálculo Indicador 15 – Passivo Externo Líquido/PIB.

$$\frac{\text{Passivo Externo Líquido}}{\text{PIB}}$$

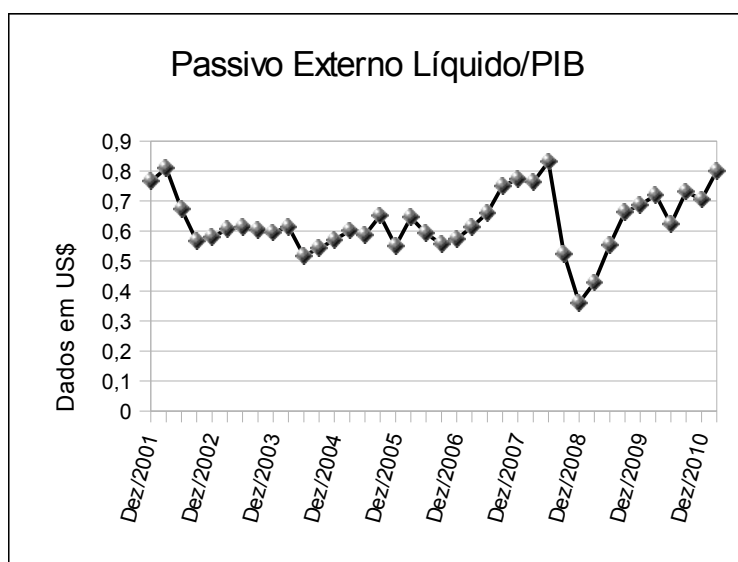


Figura 27 – Indicador 15 - Passivo Externo Líquido/PIB.

Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial e Banco Central do Brasil.

3.1.15.2 Interpretação Indicador 15

O Passivo Externo é uma conta que considera itens adicionais ao da dívida externa total, e que portanto é ainda mais sensível que esta às relações de dependência de capitais externos. Sua proporção sobre o PIB, é portanto um índice mais sensível de vulnerabilidade, quanto maior pior.

Neste trabalho utilizaremos os dados do Passivo Externo Líquido por sua maior aplicabilidade, considerando que demonstra a real situação do país, ao descontar seus recebíveis.

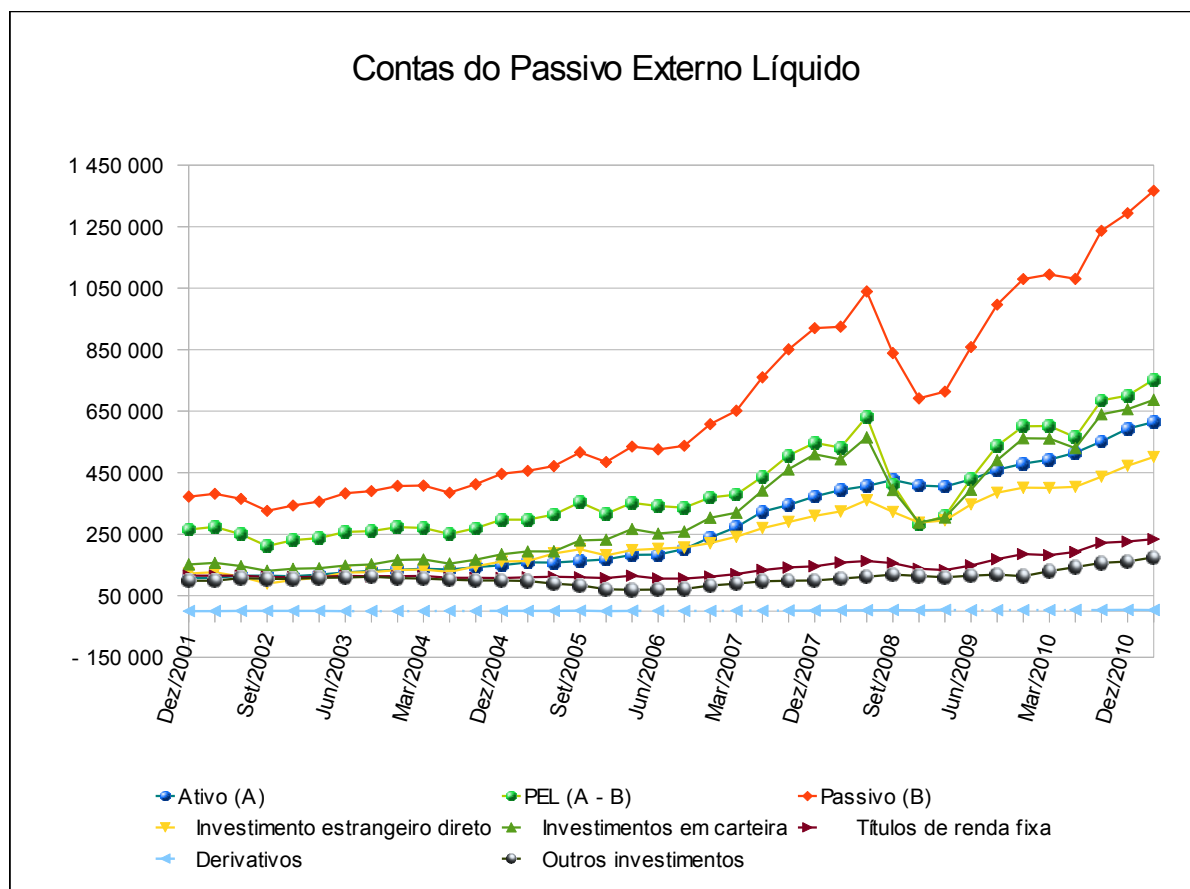


Figura 28 – Contas do Passivo Externo Líquido
 Elaboração própria com dados extraídos do Banco Central do Brasil.

Como só existem estimativas sobre esta conta, o indicador da dívida externa total/PIB, se faz necessário por ser mais acurado. Considerando o saldo líquido das contas Investimento Externo Direto (IED), Investimentos de Portfólio, Títulos de Renda Fixa, Derivativos e Outros Investimentos (CYSNE, 2008 p. 27), o Passivo Externo Líquido demonstrou queda entre junho de 2008 e março de 2009, voltando a subir em seguida.

Apesar do prospecto de acentuação da vulnerabilidade restaurando-se o padrão anterior à crise, deve-se atentar para o fato de que o Passivo Externo Líquido é uma conta bastante ambígua no que tange à indicação de vulnerabilidade, pois, se por um lado demonstra mais sensivelmente a dependência externa, por outro também contém contas positivas como o Investimento Externo Direto, e dadas as novas diretrizes que parecem estar se formando no mundo financeiro por estes dias, pelas quais o Brasil é apontado como um dos principais destinos dos capitais, sejam eles de curto, médio ou longo prazos como demonstrado na figura 27, talvez não seja de todo disparatado afirmar que o aumento do passivo externo líquido brasileiro, tem se dado em decorrência desta

afluência de capitais em profusão para o país e de forma contra cíclica, já que no momento em que houve queda da liquidez, os investimentos de curto, médio e longo prazo foram alocados no país.

Os investimentos brasileiros no exterior também têm crescido embora em ritmo menor ao dos investimentos estrangeiros no Brasil (IPEADATA). Os investimentos em carteira, após junho de 2009 ultrapassaram o Investimento Externo Direto, o que indica maior vulnerabilidade, posto que tais investimentos são mais voláteis que o IED .

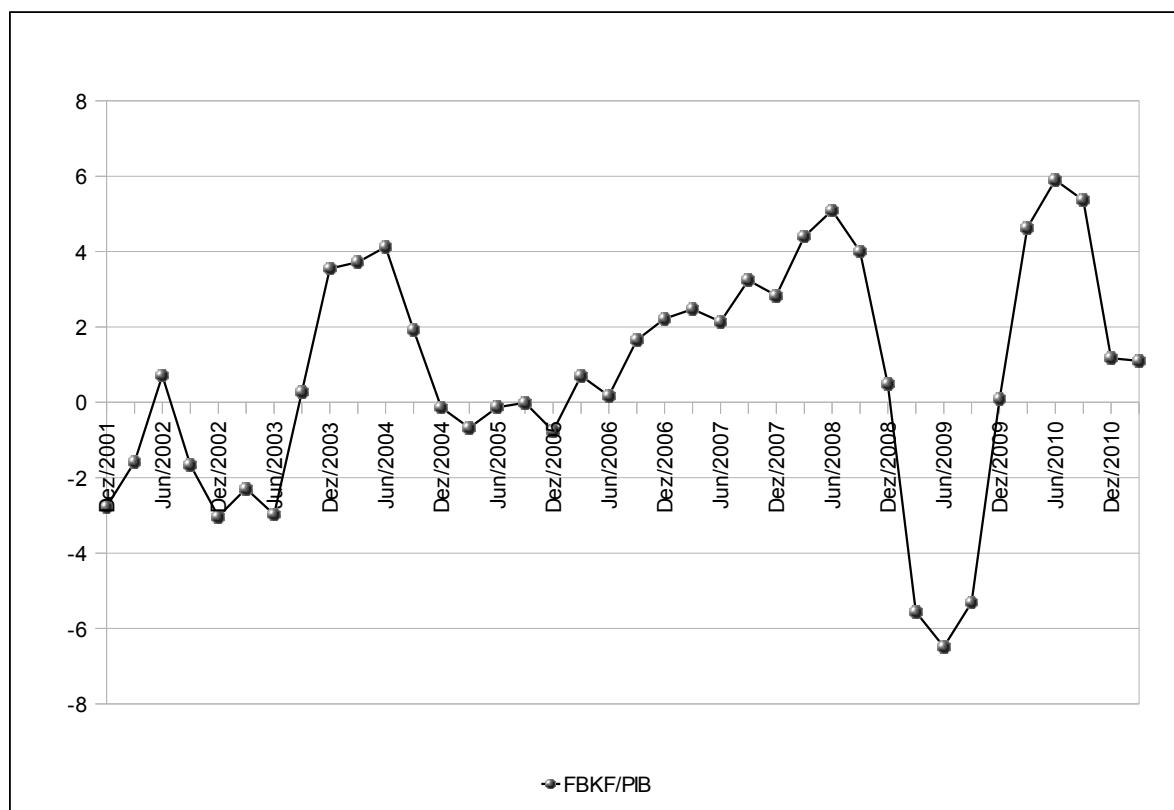


Figura 29 – Formação Bruta de Capital Fixo/PIB

Elaboração própria com dados extraídos do Banco Central do Brasil.

Outro ponto a se considerar neste sentido, é o da Figura 28, a Formação Bruta de Capital Fixo sobre o PIB teve uma queda acentuada e rápida durante a crise mundial, e posteriormente parece ter voltado ao padrão anterior à crise. A Formação Bruta de Capital Fixo tem subido conjuntamente ao IED, mas apenas em um ritmo muito menor. Isto indica que parte do IED não se traduz em investimento – na acepção macroeconômica estrita deste termo, ou seja, adição ao estoque de capital. Ou seja, parte do IED está sendo usado apenas para a compra de ativos já existentes, transferindo sua propriedade de residentes para não residentes. Por motivos óbvios, neste caso a capacidade instalada não aumenta, como o termo IED sugere.

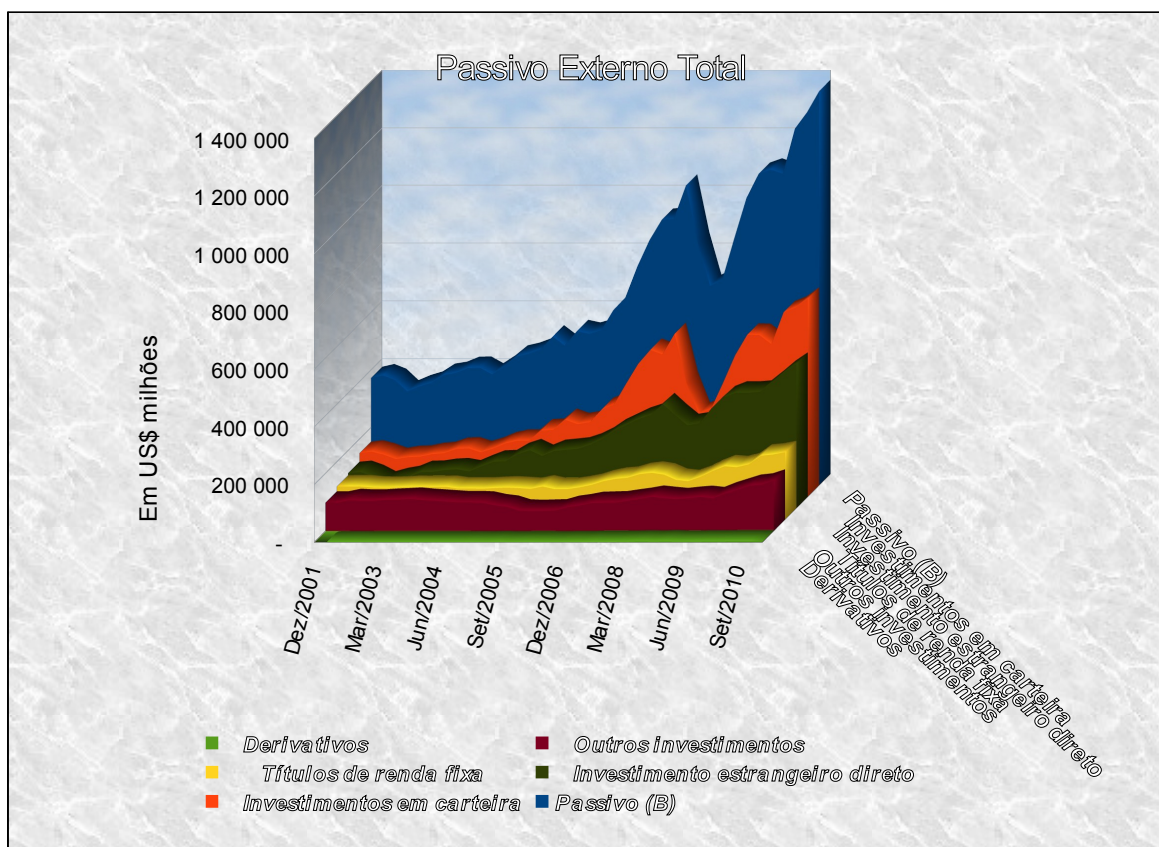


Figura 30 – Contas do Passivo Externo Total
 Elaboração própria com dados extraídos do Banco Central do Brasil.

O Passivo Externo Total teve maior participação relativa de Investimentos em Carteira do que do Investimento Externo Direto, e a diferença entre os dois últimos tem sido *quasi* linearmente crescente.

As participações dos Títulos de Renda Fixa, assim como de Outros Investimentos – que abrange créditos comerciais de curto, médio e longo prazos, empréstimos, entre outros – somadas também parecem mais relevantes do que o IED, o que é preocupante, já que apesar da afluência de capitais estes não parecem estar sendo utilizados em sua maior parte para Investimento, o que pode representar vulnerabilidade futura acentuada nos termos de Bresser Pereira (2007).

É importante destacar que os resultados obtidos para o indicador 15 (Passivo Externo Líquido/PIB) levantam dúvidas sobre em que medida a redução da vulnerabilidade externa se deu de forma sólida.

3.1.16 Indicador 16 – Variação das Reservas/Exportações.

3.1.16.1 Cálculo Indicador 16

$$\frac{\Delta \text{Reservas}}{\text{Exportações}}$$

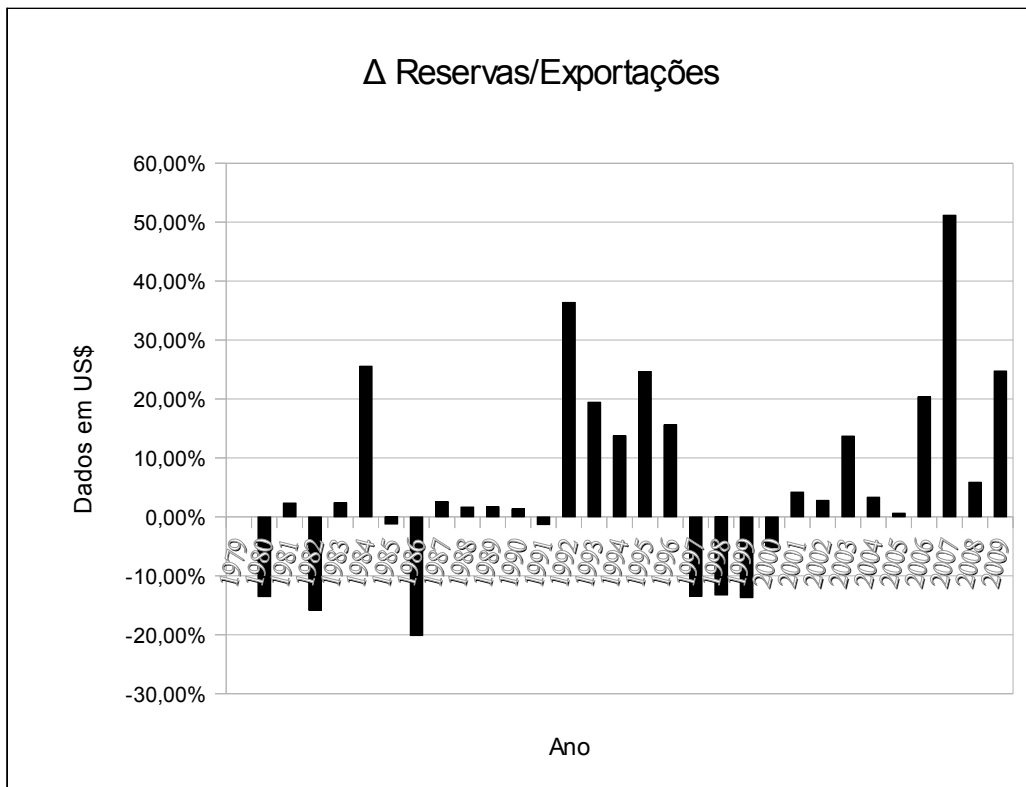


Figura 31 – Indicador 16. -Variação das Reservas/Exportações.
 Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial .

3.1.16.2 Interpretação Indicador 16

Este indicador aponta quanto das exportações se transformam, de fato, em reservas. Complementa o Indicador 4 (Reservas/Exportações); ambos devem ser analisados em conjunto com o Indicador 17 (Reservas/Importações).

3.1.17 Indicador 17

3.1.17.1 Cálculo Indicador 17

$$\frac{\text{Reservas}}{\text{Importações}}$$

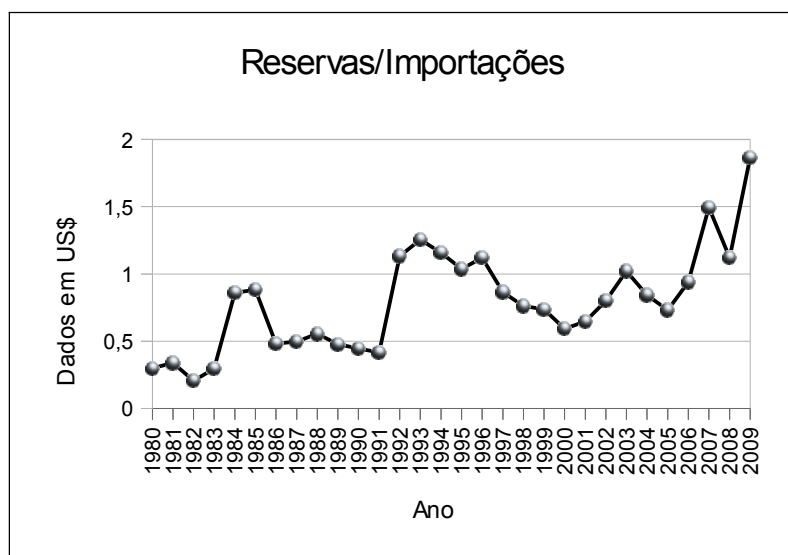


Figura 32 – Indicador 17. Reservas/Importações.
 Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial

3.1.17.2 Interpretação Indicador 17

Este indicador sugere que o volume de reservas para financiar importações tem crescido e se tornado mais que suficiente, o que sugere afrouxamento deste ponto de estrangulamento externo significando portanto substancial melhora. Este indicador em associação com o indicador 4 (Reservas/Exportações) aponta que o estrangulamento externo tem sido, ciclo a ciclo enfrentado desde o início da amostra considerada, o que significa menor vulnerabilidade.

Analisando conjuntamente este indicador e o indicador 4, verificamos uma correlação entre eles de 0,88, uma alta correlação. Esta correlação tem sido positiva e alta por duas razões. Uma delas é que as exportações e as importações têm crescido em paralelo, acompanhando o crescimento da economia. Outra razão é que o volume das reservas tem sido fortemente afetado pelos movimentos da conta de capitais – ou seja, por uma razão que se encontra fora da balança comercial. Estes dois fatores têm tido claramente uma influência maior sobre os dois indicadores do que, por exemplo, variações na taxa de câmbio, que tendem a influenciar exportações e importações em sentidos opostos.

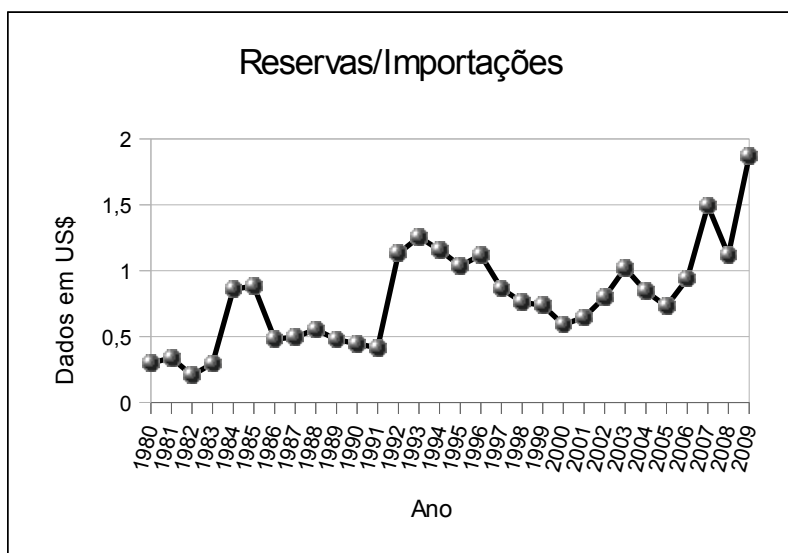


Figura 32 – Indicador 17. Reservas/Importações.
 Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial

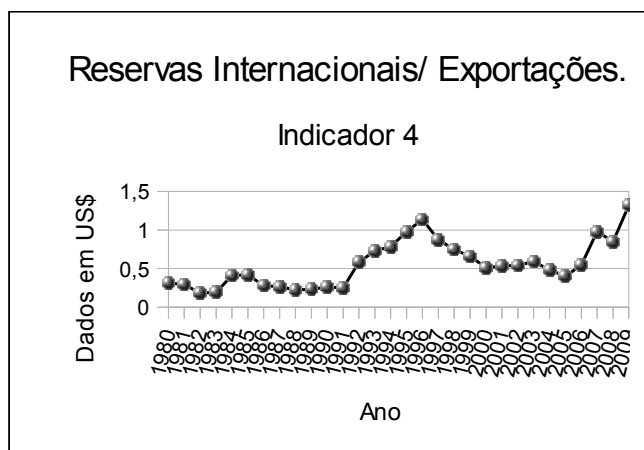


Figura 16: Indicador 4. Reservas/Exportações.
 Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

3.2 Panorama da vulnerabilidade no Brasil de 1999 a 2009

Nesta seção far-se-á um panorama da vulnerabilidade brasileira de 1999 a 2009, concatenando-se os resultados obtidos nos dezessete indicadores de vulnerabilidade.

Em geral pode-se inferir com algum grau de confiança que o padrão de vulnerabilidade brasileira se modificou ao longo da última década em relação à anterior.

É importante destacar que um dos indicadores voltou a apresentar padrões de vulnerabilidade mais similares ao período anterior: o indicador 15 Passivo Externo Líquido/PIB, que aumentou não sendo motivado exclusivamente pelo Investimento Externo Direto. No entanto, os cálculos de passivo externos são menos confiáveis que os demais utilizados, pois, é um compilado de estimativas que passam por menor controle – até pela natureza da informação – que as demais estatísticas. Além disso a quantidade, além da qualidade das demais estatísticas também fazem com que o diagnóstico de melhora seja mais seguro do que o apego exclusivo ao indicador 15. É inegável, entretanto, que

de qualquer forma, os resultados obtidos para o indicador 15 (Passivo Externo Líquido/PIB) colocam uma dúvida sobre a solidez da redução da vulnerabilidade externa, experimentada recentemente pela economia brasileira.

Há de se considerar que no presente momento o país se encontra em boa posição relativa no que tange à vulnerabilidade externa e confiança do sistema financeiro internacional, tendo como rivais o restante dos BRICs, que por serem avaliados conjuntamente têm, na verdade, reforçado a boa conjuntura do país. Basicamente, os dados analisados nesta dissertação vão até 2010. Neste ano, o nível de emprego brasileiro atingiu a melhor marca desde 1990, a economia estava funcionando a pleno vapor, em boa parte estimulada pela profusão de investimentos externos tanto de curto e médio prazos como de longo prazo. Por outro lado deve-se atentar para a terminologia Investimento Externo Direto que inclui na maior parte das estatísticas, compra de ações acima de 10% do total de ações de uma empresa. Apesar de ser um valor substancial para se movimentar, este não é muito menos volátil do que outros investimentos de portfólio sujeitos a comportamentos específicos peculiares a investimentos em carteira, sendo suscetível, portanto, por exemplo, ao efeito manada.

Pode-se dizer que embora o país tenha voltado a captar poupança externa (conta extremamente representativa por seu vínculo com a configuração de vulnerabilidade externa) o fez em um padrão diferenciado que no período anterior. É possível afirmar também que embora tenha havido algumas pioras nos indicadores no pós-crise, estes não retornaram aos patamares apresentados antes da ruptura do regime cambial, exceção feita ao indicador 15 (Passivo Externo Líquido/PIB).

Fazendo um panorama geral, é possível inferir que o Brasil teve seu padrão de vulnerabilidade alterado após a quebra do regime cambial de semi-paridade em 1999 para melhor, e as mudanças se tornaram, de forma geral, mais acentuadas a partir de 2003.

Quanto à escolha dos limites dos períodos de análise, constatou-se a partir de testes econométricos (Teste F, Teste de Chow), que a delimitação com exatidão da quebra estrutural não seria exequível em termos de estatística pura, pois os resultados dos testes não são muito diferentes para 1998-1999 e 2002-2003, logo buscando isolar temáticas mais relevantes à parte política e privilegiando por escolha própria os temas mais econômicos, optou-se por utilizar a quebra estrutural de 1999.

Ano		1980-19	1990-19	2000-20
Índice 1	Reservas Internacionais/ Serviço da Dívida	0,56	1,76	1,81
Índice 2	Serviço da Dívida/Exportações	52,08	46,89	51,65
Índice 3	Saldo em conta corrente/ Exportações	-0,22	-0,24	-0,07
Índice 4	Reservas Internacionais/ Exportações.	0,28	0,70	0,68
Índice 5	Dívida Externa Total/ Exportações.	3,73	3,49	2,19
Índice 6	Dívida Externa Líquida/Exportações	SD	8,75	9,18
Índice 7	Reservas/Dívida Externa Total	7,74	20,44	39,98
Índice 8	Dívida Externa Total/PIB	0,38	0,28	0,29
Índice 9	Dívida Externa Líquida/PIB%	SD	10,40	2,95
Índice 10	Serviço da Dívida/PIB	0,05	0,04	0,07
Índice 11	Saldo em Transações correntes/PIB%	-0,02	-0,02	-0,01
Índice 12	Dívida de Curto Prazo/Exportações	47,57	59,82	25,42
Índice 13	Dívida de Curto Prazo/Dívida Externa Total	13,50	18,43	12,54
Índice 14	Dívida de Curto Prazo/Reservas	197,96	118,11	45,78
Índice 15	Passivo externo Líquido/PIB	SD	SD	0,61
Índice 16	Δ Reservas/Exportações	-0,01	0,07	0,12
Índice 17	Reservas/Importações	0,28	0,70	0,68
	As células destacadas em verde indicam séries originalmente de diferentes intervalos de observação.			

Tabela 3: Índices de Vulnerabilidade Comparados

Elaboração própria com dados extraídos do Banco Central do Brasil e IPEADATA.

4 Ciclo Reflexo na Economia Brasileira

4.1 Liquidez Internacional e Captação de Poupança Externa

Neste item traçar-se-á a relação entre Liquidez internacional e Captação de Poupança Externa através de séries temporais em análise informal e através de estatísticas.

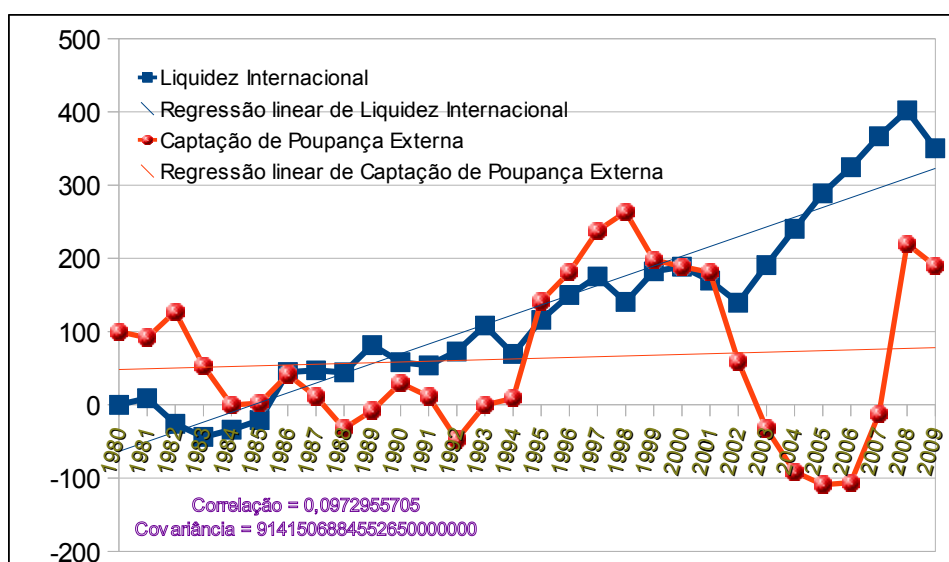


Figura 33 – Liquidez Internacional e Captação de Poupança Externa.
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

A análise informal das séries temporais em termos absolutos da Liquidez Internacional e de Captação de Poupança Externa de 1980 a 2009, sugere pouca relação entre estas variáveis, a correlação entre as mesmas é de 0,097. O sinal positivo da covariância corrobora a associação positiva entre as variáveis.

A tendência da captação de poupança externa tem sido praticamente de oscilar consideravelmente no curto prazo, e apresentar certa regularidade no longo prazo.

A Liquidez Internacional, ao longo dos últimos 30 (trinta) anos, tem se expandido consideravelmente, em grande parte devido a novos mecanismos financeiros e inovações bancárias, também sendo explicada pelo longo período de prosperidade econômica ocorrido na primeira década deste século, o qual só foi interrompido pela crise do mercado imobiliário estadunidense que se alastrou pelo mundo, deflagrando recessão nos países desenvolvidos além de outras crises ainda em curso.

Tais resultados são bastante distintos dos encontrados por Amado e Resende (2007) para o período de 1970 a 2002. A correlação para o período de 1970 a 2002 é de 0,71, o que sugeriria uma associação alta entre estas variáveis. (AMADO e RESENDE, 2007, p.11).

A década de 2000 portanto é o período em que ocorre a mudança de comportamento conjunto destas variáveis, como é possível conferir na tabela abaixo.

Correlação Liquidez Internacional X Captação de Poupança Externa	
1980-1989	-0,4594148473
1990-1999	0,8414984409
2000-2009	0,2161417253

Tabela 4 – Correlação Liquidez Internacional/Captação de Poupança Externa. Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

Na década de 1980 estas duas contas eram negativamente correlacionadas, pois o Brasil, como o restante da América Latina, passou por uma crise de confiança junto aos bancos internacionais. O país era preterido no acesso ao crédito, e mesmo assim precisava apresentar algum crescimento para conseguir pagar o que já devia, e conseguir algum refinanciamento.

Na década de 1990 o país teve sua captação de poupança externa bastante associada aos movimentos da liquidez internacional. Em grande parte isso ocorreu devido às estratégias adotadas durante o Plano Real.

Na década de 2000, o país já com o câmbio liberado e com mudanças de política econômica a partir de 2002 passou a apresentar comportamento diferente do padrão anterior.

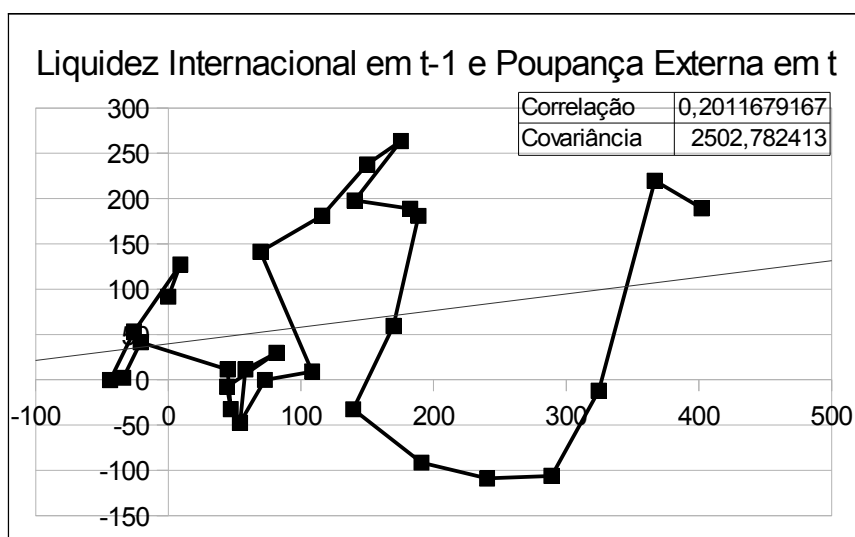


Figura 34 – Liquidez Internacional em t-1 e Poupança Externa em t. Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

Ao analisar formal e informalmente as séries de Liquidez Internacional em t-1 e Captação de Poupança Externa em t de 1981 a 2009, percebe-se que a correlação entre estas séries, embora em alguns períodos seja relevante, no longo prazo não é muito maior que aquela ocorrida na comparação da poupança externa com a liquidez internacional durante o ano corrente.

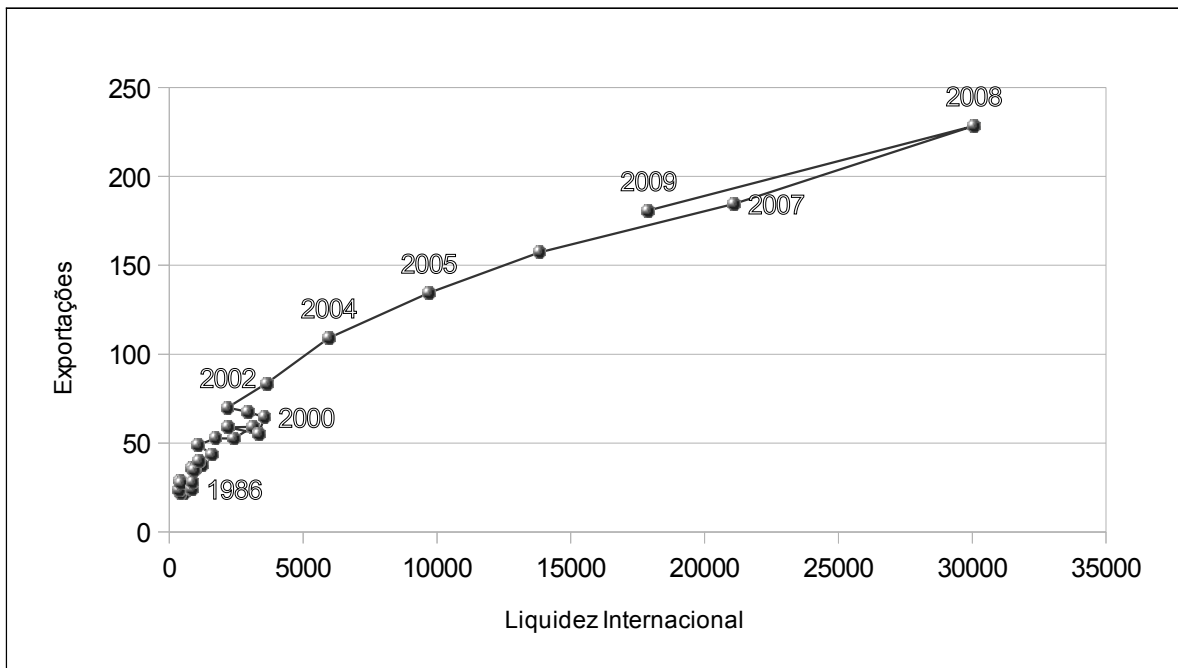


Figura 35 – Liquidez Internacional e Exportações -1980-2009
 Elaboração própria com dados extraídos do WDI (Banco Mundial) e BoP(Fundo Monetário Internacional).

É preciso atentar para as indicações da literatura para o impacto positivo do aumento da liquidez internacional sobre as exportações, o que afeta positivamente a balança comercial, influenciando ascendentemente o saldo em transações correntes, o qual é o reverso da captação de poupança externa. Este impacto positivo da liquidez internacional sobre as exportações (REZENDE E GODOY, 2005) pode ser considerado um dos fatores explicativos para o comportamento pró-cíclico da captação de poupança externa em relação aos movimentos da liquidez internacional ser tão fraco. A associação entre liquidez internacional e exportações foi corroborada empiricamente para o período de 1980 a 2009, com correlação de 0,9654.

Este exercício põe em xeque o argumento de que quando a Liquidez Internacional se expande há maior captação de poupança externa.

Os resultados encontrados no presente trabalho sobre a relação destas variáveis, em contraste com aqueles obtidos por Amado e Resende (2007), sugerem a alteração do padrão de comportamento da economia brasileira no que tange à poupança externa.

A captação de poupança externa também parece não estar correlacionada à vulnerabilidade externa como indica a literatura. Tal fato torna ainda mais importante a aferição de tantos indicadores de vulnerabilidade. É importante perceber que a série histórica de apenas uma conta, embora explicativa, não é decisiva para a indicação de vulnerabilidade. O que indica de fato a vulnerabilidade é o contexto, ou seja, a relação desta variável com outras. Assim, embora o país tenha apresentado grandes déficits em transações correntes, a sua relação com o PIB, por exemplo,

não alcançou o patamar apresentado durante os dois mandatos de FHC. Isto ocorre neste caso porque embora os déficits em transações correntes dos anos de 2008 e 2009 tenham alcançado os patamares apresentados de 1994 a 2002, o PIB brasileiro em dólares também aumentou, mais que compensando os déficits. Assim, a relação entre o saldo em transações correntes e o PIB, embora tenha apresentado piora em 2008 e 2009 relativamente ao período de 2003 a 2007, não alcançou os níveis deste indicador para o período de 1994-2002.

4.2 *Captação de Poupança Externa e Atividade Econômica*

Neste item traçar-se-á a relação entre Captação de Poupança Externa e Atividade Econômica através de séries temporais em análise informal e estatísticas.

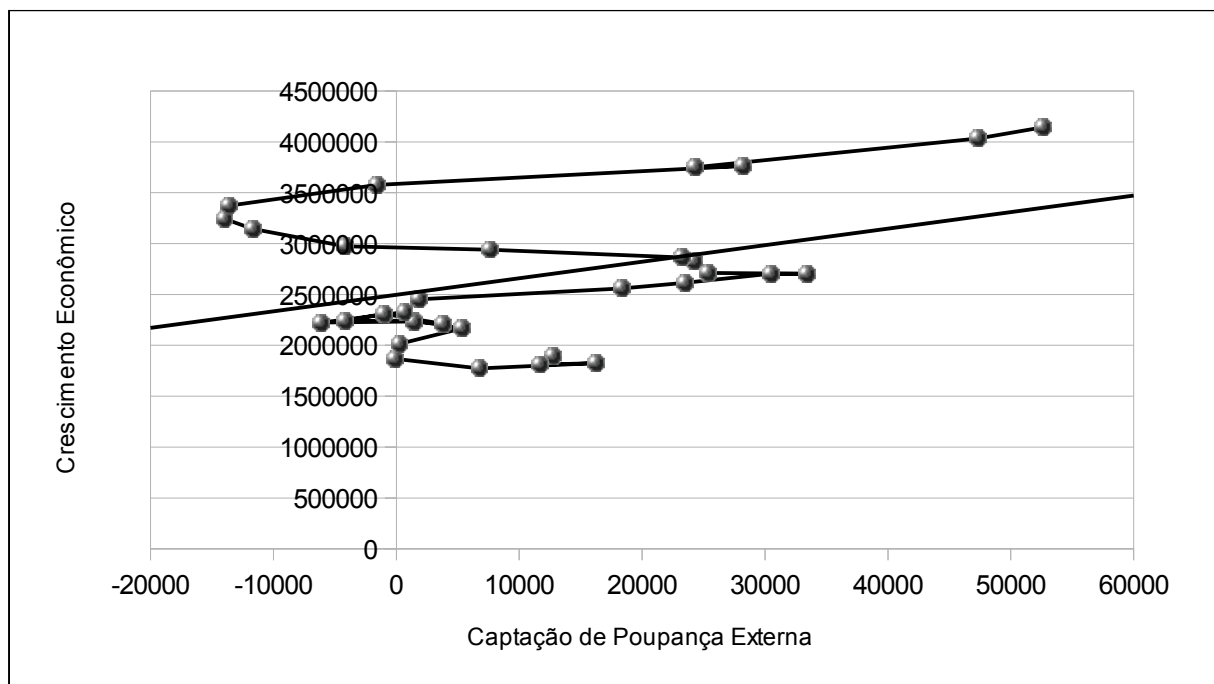


Figura 36 – Captação de Poupança Externa e Atividade Econômica.
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial e IPEADATA

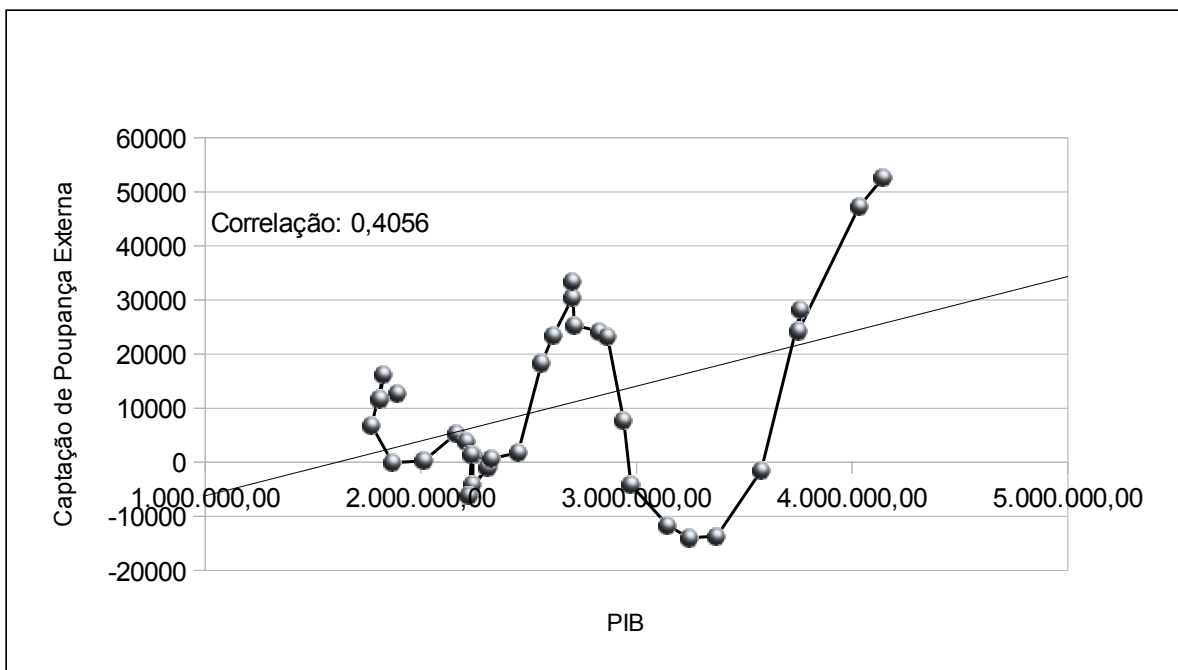


Figura 37 – Atividade Econômica e Captação de Poupança Externa.
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial e IPEADATA.

Captação de Poupança Externa e Atividade Econômica	
Correlação	0,4056388403

Tabela 5. Poupança Externa e Atividade Econômica
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

A correlação moderada entre estas variáveis parece corroborar o conceito de Bresser Pereira e Gala (2007) de que a recorrência à poupança externa não necessariamente leva ao crescimento econômico. Mesmo os 0,41 de correlação – ou seja: a sugestão de associação entre as variáveis – podem ser explicados pelo sabido aumento das importações quando há crescimento econômico, ou seja, quando o PIB aumenta. O aumento do PIB, portanto, tende a impactar negativamente o saldo em transações correntes, que é o oposto da captação de poupança externa, impactando esta positivamente por consequência.

Importante: o exercício acima sugere que a associação entre Poupança Externa e Atividade Econômica se dá da atividade econômica para a poupança externa, ou seja, é o crescimento econômico que provoca a maior captação de poupança externa e não o oposto.

É válido destacar que a correlação entre a taxa de variação da captação de poupança externa e o crescimento econômico, o coeficiente é de apenas 0,22 para dados de 1981 a 2011. Esta correlação é considerada baixa.

Faz sentido que o país tenha passado a captar mais poupança externa durante um ciclo de crescimento econômico iniciado em 2003. Mesmo o último ano da amostra (2011) sendo mais fraco, o país permanece crescendo acima do período anterior.

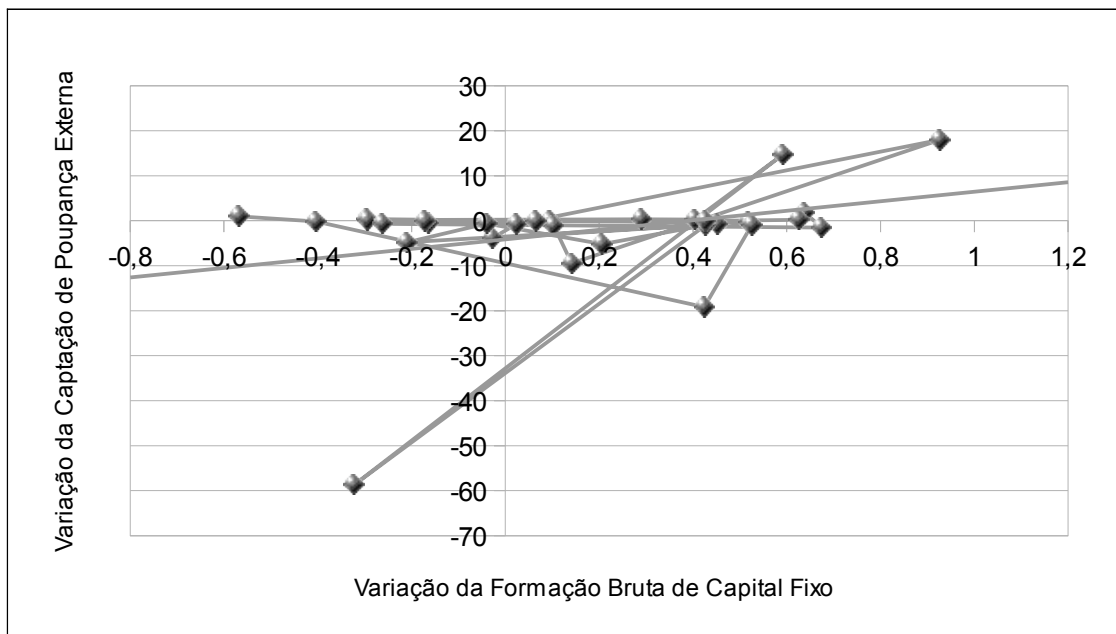


Figura 38: Variação da Captação de Poupança Externa e variação da Formação Bruta de Capital Fixo - 1981 a 2011.

Elaboração própria com dados extraídos do Banco Central e IPEADATA.

A variação da formação bruta de capital fixo é correlacionada à variação da captação de poupança externa em 0,33. Tal correlação é considerada de grau médio. O investimento parece ser moderadamente influenciado pelo capital internacional. Sabe-se que os recursos destinados a investimento em um país podem ter origem ou doméstica ou estrangeira; logo parece razoável supor que parte dos recursos destinados a investimento são captados externamente. É importante notar, entretanto, que a correlação entre a variação da Formação Bruta de Capital Fixo e a variação da Liquidez Internacional para dados de 1981 a 2010 é de -0,12. Tal resultado juntamente à correlação de 0,33 entre a variação da formação bruta de capital fixo e a variação da captação de poupança externa, sugere que mesmo quando a liquidez internacional cai, os recursos ainda existentes em boa parte são direcionados à economia brasileira. De qualquer maneira, parece que no período mais recente não tem se verificado uma hipótese básica do modelo do ciclo reflexo, que é o impacto significativo de variações positivas da liquidez internacional sobre o investimento.

O Brasil passou boa parte da década de 2000 com bom equilíbrio do balanço de transações correntes. O país parece ter aproveitado o bom momento vivido pela economia internacional para se fortalecer macroeconomicamente. A estratégia parece ter funcionado, pois, assim como a maior parte dos outros emergentes, o país parece ter sido “beneficiado” por esta crise comparativamente aos países centrais.

4.3 Liquidez Internacional e Crescimento Econômico: Há Configuração de Ciclo Reflexo na Economia Brasileira na primeira década do séc. XXI?

Neste item traçar-se-á a relação entre Liquidez internacional e Crescimento Econômico através de

séries temporais em análise informal e estatísticas.

No primeiro capítulo deste trabalho propôs-se a seguinte fórmula como explicativa para a relação entre variação da liquidez internacional e crescimento econômico: $\Delta PIB_{it}^{pv} = d * \Delta LI_{it_0} + \varepsilon$ 1.1

No trabalho de Amado e Resende (2007) a correlação entre a média móvel simples da liquidez internacional e a taxa de variação do produto (PIB) é de 0,55 para o período (1970-2002) (Amado e Resende, 2007). Para o período (1980-2009), encontrou-se na presente pesquisa o valor de 0,49 para a mesma estatística.

A correlação entre a taxa de variação da liquidez internacional em t0 e crescimento econômico em t1 é de 0,2483, [Ou seja, a correlação é mais baixa do que a verificada com o crescimento econômico no mesmo ano. Esta constatação reforça o argumento de que o impacto da liquidez internacional sobre o crescimento econômico se dá fundamentalmente via aumento das exportações – e este aumento acontece já no próprio ano em que a liquidez se expande.

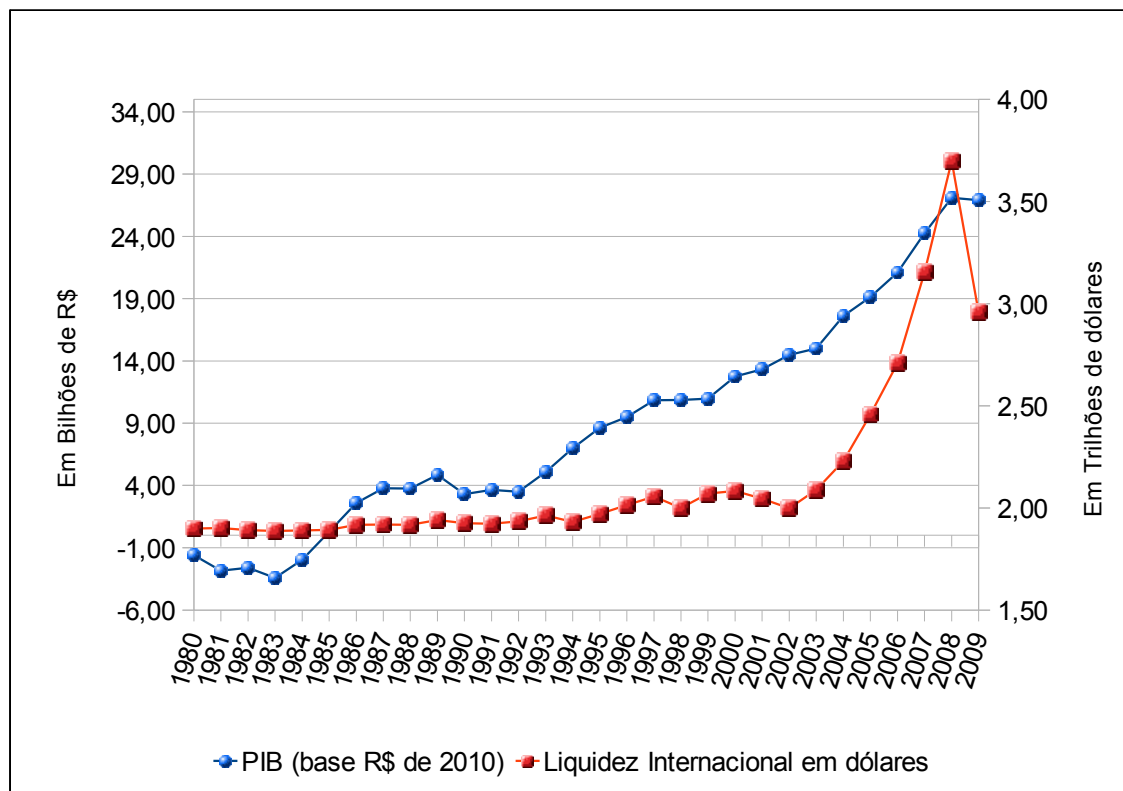
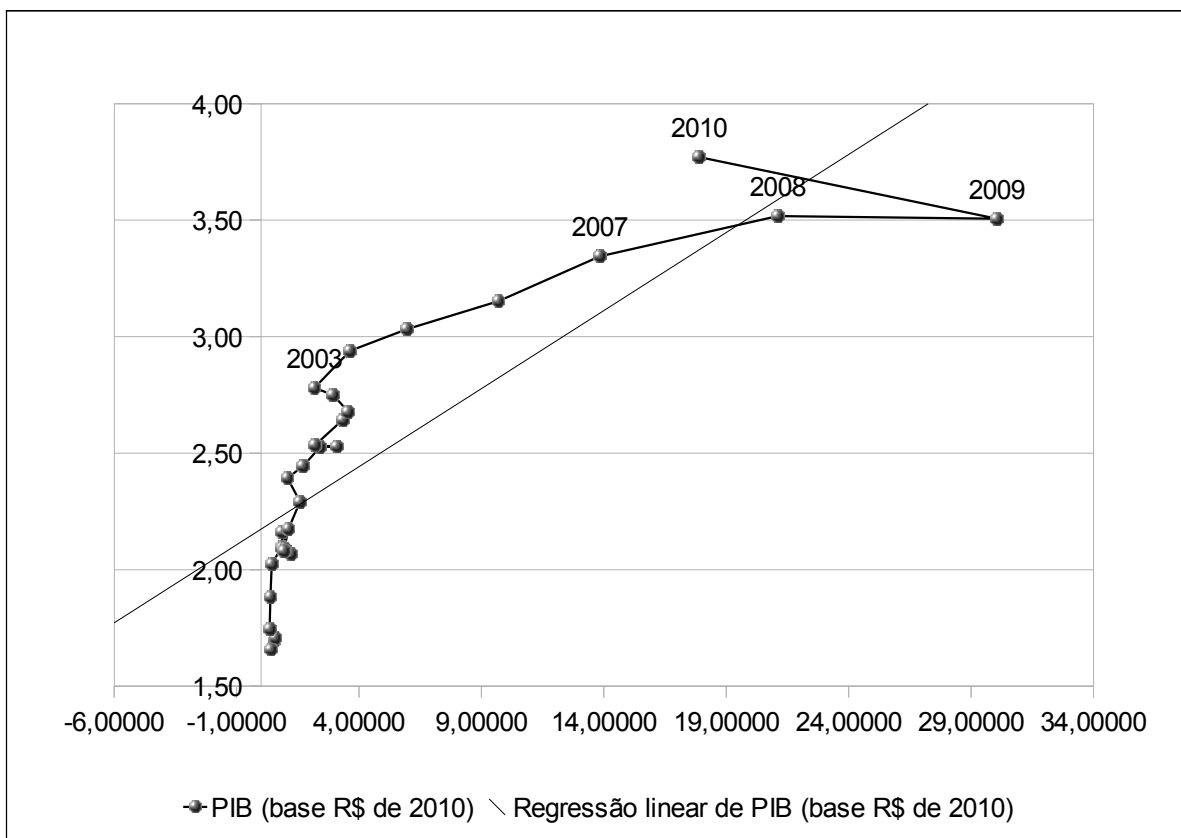


Figura 39 – Liquidez Internacional e Atividade Econômica
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.

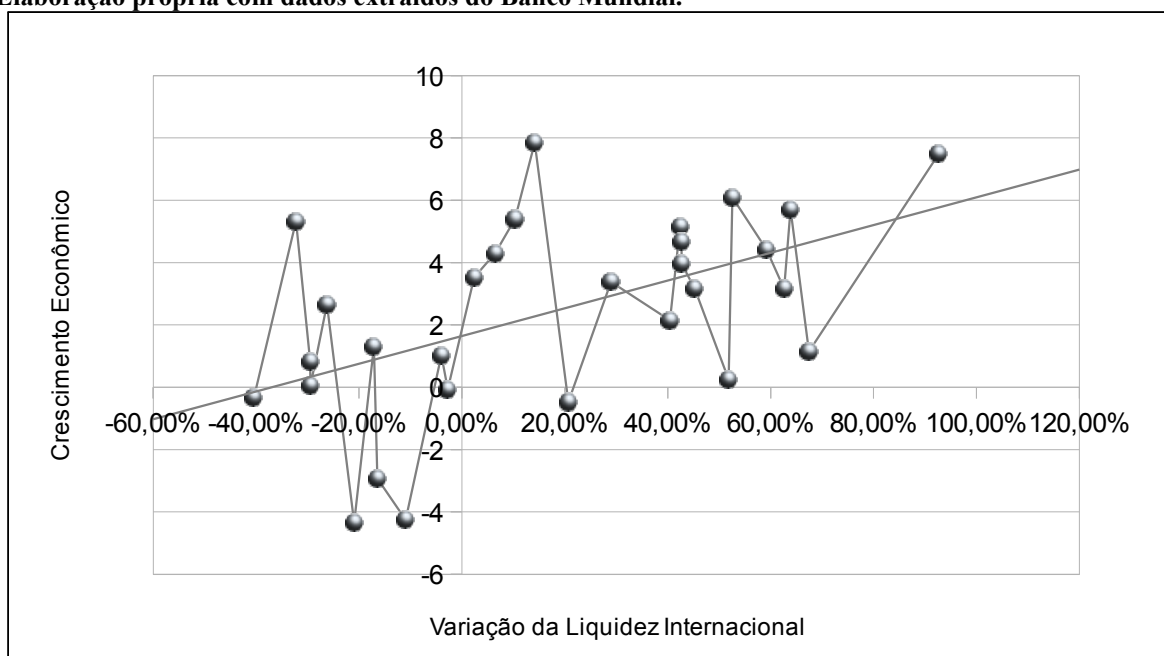
A observação do comportamento das séries de liquidez internacional e do Produto Interno Bruto sugerem a ocorrência de um comportamento relativamente reflexo.

Fazendo-se uma análise informal de dispersão acerca da influência da liquidez internacional sobre o período seguinte de nível de atividade econômica como descrito pela fórmula 1.1, proposta no capítulo 1 desta dissertação, é possível inferir apenas com algum respaldo empírico, dado o

tamanho da amostra, que de 1980 a 2009 a liquidez internacional influenciou o comportamento do nível de atividade econômica brasileira – considerado aqui como o PIB.



**Figura 40– Liquidez Internacional em $t-1$ e Atividade Econômica em t_0 .
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial.**



**Figura 41 – Variação da Liquidez Internacional e Crescimento Econômico (1980-2009)
Elaboração própria com dados extraídos do WDI (Banco Mundial) e IPEA.**

A variação da liquidez internacional parece ter algum papel para o crescimento do produto. A correlação entre estas variáveis para o período de 1981 a 2009 é de 0,52, o que indica associação de

moderada a alta. Estes resultados são bastante similares aos encontrados por Amado e Resende (2007, p.16) para o período 1971-2002. No estudo de Amado e Resende, a taxa de correlação entre a taxa de variação da liquidez internacional real (média móvel) e a taxa de variação do PIB foi de 0,55. A correlação entre a variação da Liquidez internacional e a variação do PIB brasileiro para os últimos 10 (dez) anos é de 0,58. Aplicando-se a fórmula 1.1 ($\Delta PIB_{it}^{py} = d * \Delta LI_{t_0} + \varepsilon$) percebe-se o seguinte movimento:

Correlação da Variação da Liquidez Internacional em t-1 e Crescimento Econômico em t.	
1982-1988	0,2704435805
1987-1994	0,1729826842
1995-2002	0,1174171517
2003-2010	-0,0722888597

Tabela 6. Correlação da Variação da Liquidez Internacional em t-1 e Crescimento Econômico em t – estimação do parâmetro d da fórmula 1.1 1982-2010. Elaboração própria com dados extraídos do IPEADATA e Banco Mundial.

Se estimarmos o d da Fórmula 1.1 pela correlação entre a variação do PIB em t1 e a variação da Liquidez Internacional em t, então é possível afirmar que o país parece estar mudando o seu padrão de dependência.

Considerando-se ainda que este d é, de alguma forma, determinado pela vulnerabilidade, é possível perceber que a vulnerabilidade de fato caiu no período em que o d caiu.

A variação da liquidez internacional parece não ter impacto tão forte sobre o crescimento econômico do período seguinte. A correlação entre a variação da Liquidez Internacional em t-1 e Crescimento Econômico em t é de apenas 0,1327 e a covariância de 0,1416. Contra 0,4790 de correlação e 0,5338 de covariância para Liquidez internacional em t e Crescimento econômico em t. Tais relações sugerem que o crescimento econômico é favorecido pela variação da liquidez internacional, mas que os efeitos de uma alta na liquidez internacional sobre o crescimento vão se dissipando ao longo do tempo.

Uma ampliação de 45,26% na liquidez internacional não estará associada a uma taxa de crescimento da mesma proporção na maioria das vezes. Em 1989, por exemplo, o produto brasileiro cresceu 3,16% em resposta a uma variação daquela ordem na liquidez internacional.

Quanto ao papel das oscilações da liquidez internacional sobre o crescimento econômico: o crescimento econômico brasileiro parece estar começando a se libertar das amarras da dependência externa, posto que apresenta correlação negativa em relação aos movimentos da liquidez internacional no período [2003-2010].. Ou seja, a economia cresceu, ainda que a liquidez internacional tenha se contraído. Nota-se também que a correlação caiu ao longo de todos os

períodos. Tal mudança de comportamento é exposta no gráfico descritivo da fórmula 1.1 (Figura 40), bem como na tabela acima.

Outro exercício que seria interessante realizar seria calcular a evolução das correlações entre a variação da Liquidez Internacional e o crescimento econômico, ambos para o ano corrente.

Correlação da Variação da Liquidez Internacional em t e Crescimento Econômico em t.	
1981-1987	0,5640091357
1988-1994	0,3005576402
1995-2002	0,3061697707
2003-2009	0,6000991668

Tabela 7. Correlação entre Liquidez Internacional e Crescimento Econômico
Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial

A correlação da variação da liquidez Internacional em t e Crescimento Econômico em t parece ter retornado aos padrões da primeira metade da década de 1980. Após um período em que houve menor correlação, no período 2003-2009, esta correlação voltou a ficar acima de 0,50. Isto pode ser explicado pelo papel importante que as exportações desempenham para o crescimento de um país. No caso brasileiro, as exportações tem relação com o crescimento e são favorecidas pela liquidez internacional.

É possível dizer, que dentro da caixa preta da relação liquidez internacional/crescimento econômico, um dos itens que seriam encontrados, seriam as exportações. As exportações são fortemente correlacionadas à Liquidez Internacional (em 0,96 para dados de 1980 a 2009), sendo desta dependente, e também fortemente relacionadas à atividade econômica (em 0,92 para dados de 1980 a 2009), logo é um dos itens que compõem a dependência.

Além disso é importante dizer que no caso brasileiro as exportações tem sido mais importantes que o investimento cuja variação é correlacionada ao crescimento em -0,07 para o período 1981-2010. Este é o motivo pelo qual a dependência via investimento, que é medida pela fórmula 1.1 e prevê defasagem entre a variação da Liquidez Internacional e o crescimento econômico, tem sido mais fraca que a dependência via exportações (correlação entre a variação da liquidez internacional e crescimento econômico para o período corrente).

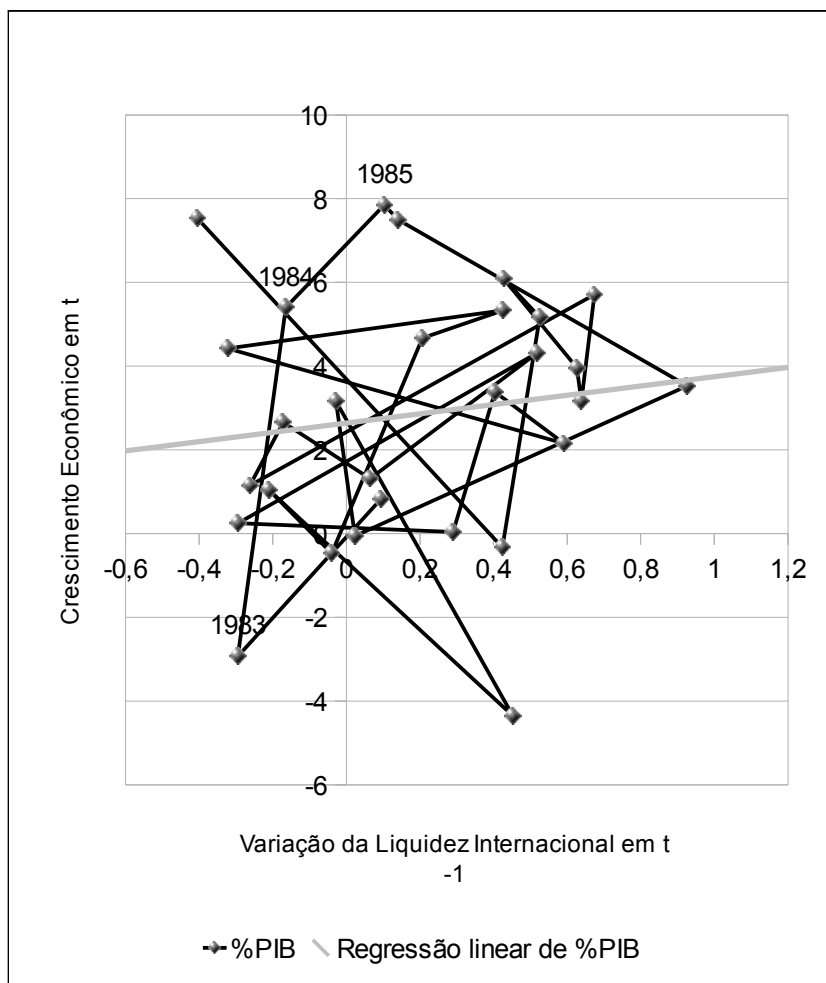


Figura 42 – Variação da Liquidez Internacional em T-1 e Crescimento Econômico em t. Elaboração própria com dados extraídos do Banco Mundial e IPEADATA.

A correlação entre a variação da Liquidez Internacional e a variação da Formação Bruta de Capital Fixo para dados de 1981 a 2010 foi de -0,12. A correlação entre a variação da captação de poupança externa e a variação da formação bruta de capital fixo é de 0,33, o que indica associação moderada entre as variáveis.

É importante frisar que a tendência de longo prazo indica que há forte correlação entre a Liquidez Internacional e a Atividade Econômica, mas, o país parece estar conseguindo ser mais resistente a intempéries externas, sem contudo deixar de aproveitar os bons ventos para encontrar seu lugar ao sol.

Há possibilidade de mudança de padrão de dependência (embora o país permaneça dependente), mas, é cedo para afirmações de caráter definitivo.

$$\Delta PIB_{it}^{pv} = d * \Delta LI_{t_0} + \varepsilon \quad 1.1.$$

De qualquer forma, é importante afirmar, de forma clara, que a atividade econômica brasileira apresenta comportamento reflexo ao comportamento da liquidez internacional. Houve, porém, uma mudança no grau de reflexividade da economia devido há mudança no seu padrão de vulnerabilidade externa.

Conclusões

As variações da Liquidez Internacional não parecem ter impactos claros de longo prazo sobre a captação de poupança externa devido a acontecimentos pós 1999, pois, os resultados encontrados neste estudo para a amostra 1980-2009 divergem daqueles encontrados por Amado e Resende para o período 1970-2002. A correlação entre Liquidez Internacional e Captação de Poupança Externa é de 0,71 para o período 1970-2002, e de 0,09 para o período 1980-2009, apresentando -0,46 de 1980 a 1989, 0,84 de 1990 a 1999 e 0,22 de 2000 a 2009.

Um dos fatores que podem ajudar a explicar a mudança do padrão de comportamento destas variáveis é a forte correlação entre liquidez internacional e exportações. As exportações de um país dependem da liquidez internacional e de suas condições de câmbio. As exportações são inversamente relacionadas à captação de poupança externa. Logo, é natural que uma variável tão fortemente correlacionada às exportações seja fracamente correlacionada à captação de poupança externa. A relação captação de poupança externa/atividade econômica é correlacionada em 0,41. E a relação variação da captação de poupança externa/crescimento econômico apresenta correlação de 0,22.

A correlação das taxas de variação das variáveis captação de poupança externa e Formação Bruta de

Capital Fixo é de 0,33. Já a correlação entre a variação da Liquidez Internacional e a variação da Formação Bruta de Capital Fixo é de -0,12. Uma vez que esta última correlação foi negativa, estas estatísticas sugerem que o Investimento não foi financiado por crédito externo (hipoteticamente facilitado pela elevação da liquidez internacional), de forma a acarretar captação de poupança externa, mas, ao contrário, que o país investiu segundo sua lógica interna.

O que acontece é que o país cresceu influenciado pela liquidez internacional (0,49 de correlação entre liquidez internacional e crescimento econômico). E este crescimento, dada a elasticidade renda por importações, provocou a captação de poupança externa.

É importante esclarecer que a liquidez internacional influencia positivamente as exportações. No caso brasileiro entretanto o movimento ocasionado pela alta elasticidade renda por importações no sentido de aumentar o montante importado parece ter sido mais forte que o aumento das exportações. E isto se deu por dois motivos. Primeiramente, porque como já dito, a sensibilidade renda por importações realmente é alta no caso brasileiro. E segundo porque considerando-se o cenário atual e a alta correlação entre liquidez internacional e exportações (0,96), percebe-se que, quando houve retração da liquidez internacional, as exportações rapidamente responderam diminuindo bastante, já o crescimento que apresenta correlação alta, mas menor em relação à liquidez internacional, de 0,49, não diminuiu na mesma velocidade que as exportações, e nem na mesma magnitude, mantendo, portanto, a renda elevada e sustentando o patamar mais alto de importações.

O baixo coeficiente de correlação entre a variação da captação de poupança externa e crescimento econômico, somado ao também baixo coeficiente de correlação entre Liquidez Internacional e Captação de Poupança Externa, sugere que o modelo de crescimento brasileiro foi alterado. O país cresce, mas, não baseado necessariamente em captação de poupança externa, não necessariamente se endividando. Os indicadores de vulnerabilidade também apontam isso. Enquanto o país vem estabelecendo um novo padrão de crescimento econômico, acima do vigente durante o Plano Real e o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, seus indicadores de vulnerabilidade tem diminuído significativamente, inclusive no que tange à dívida externa, tanto de curto como de longo prazo.

A vulnerabilidade segue em um patamar mais baixo que no período 1980 até 1999. Desde 2008, o país apresentou piora nos índices de vulnerabilidade sem contudo retornar aos patamares pré-governo Lula, exceção feita ao indicador 15 (Passivo Externo Líquido/PIB).

Segundo Amado e Resende (2007), o ciclo reflexo se configura em economias vulneráveis, e ocorrerá de forma mais ou menos intensa conforme esta vulnerabilidade se apresentar.

A presente premissa, de que o grau de vulnerabilidade determina o grau de ocorrência do ciclo reflexo, parece se adequar bem ao caso brasileiro, posto que nos momentos mais vulneráveis o país apresentou seu nível de atividade econômica mais suscetível aos efeitos dos movimentos da liquidez internacional, e nos menos vulneráveis teve seu ciclo de crescimento menos atrelado aos movimentos externamente determinados de contração e expansão da liquidez internacional.

Nos momentos em que a dependência externa se apresenta em sua variante mais fraca, o país parece seguir mais de perto sua lógica interna de crescimento, baseada em seus ciclos de investimento público e privado.

É importante lembrar que os resultados obtidos para o indicador 15 (Passivo Externo Líquido/PIB) levantam dúvidas sobre a solidez da redução da vulnerabilidade externa brasileira apontada pelos outros dezesseis indicadores

Em conclusão, o Brasil não se libertou da dependência de forma definitiva e absoluta, mas, aumentou seu grau de autonomia em relação às oscilações da Liquidez Internacional, diminuindo, portanto, sua dependência em relação às economias centrais. O ciclo de crescimento brasileiro deve, deste modo, estar mais próximo de seu PIB endogenamente determinado (BRESSER-PEREIRA, 2001) por seus fluxos e lógica internos, o que parece ser algo mais seguro para o país em termos estratégicos e principalmente, no que trata desta dissertação, do ponto de vista de políticas públicas e investimento público e privado.

Embora algumas estatísticas sugiram que nos anos pós-crise o país se vulnerabilizou mais que no período 2003-2007, e que a captação de poupança externa tem sido novamente mais correlacionada à liquidez internacional, o país não tem apresentado um padrão de vulnerabilidade igual ao do período anterior ao governo Lula. Desta forma, é razoável supor que o país encontra-se mais resistente a crises externas, embora, de forma alguma, completamente imune.

Bibliografia

ALDÉ, Alessandra. As Eleições Presidenciais de 2002 nos Jornais. Alceu. v.3, n.6, p.93-121, jan/jun. 2003.

AMADO, Adriana M., RESENDE, Marco Flávio da C. Liquidez Internacional E Ciclo Reflexo. Revista de Economia Política, n. 1, pp. 41-59, jan.- mar. 2007.

AURÉLIO, Marcela M. POUPANÇA EXTERNA E O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO. Texto para discussão do IPEA, n.496. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br/>>. Acesso em: 21 abr. 2010.

AVERBUG, André. GIAMBIAGI, Fábio. **A Crise Brasileira De 1998/1999 – Origens E Consequências** Texto para discussão nº 77. BNDES. 2000.

BAKS, Klaas., KRAMER, Charles. **Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications, and Spillovers.** Texto para discussão nº 99168. FMI. 1999.

BATISTA, P. N. Consenso de Washington – a visão neoliberal dos problemas latino americanos. Caderno Dívida Externa nº 6, set. 1994. Apud MATTOS, Fernando Augusto M. Contexto e Perspectivas do Plano Real. 1997. Cadernos do IFAN, Bragança Paulista. 1997.

BRESSER-PEREIRA, Luiz C., GALA, Paulo. Por Que a Poupança Externa Não Promove o Crescimento. Revista de Economia Política, n. 1, pp. 3-19, jan.- mar. 2007.

BRESSER-PEREIRA, Luiz C. A Fragilidade Que Nasce da Dependência da Poupança Externa. **Valor 1000.** 2001.

BRESSER-PEREIRA, Luiz C., Crítica do Crescimento Com Poupança Externa. Texto

para Discussão da Escola de Economia de São Paulo. n. 145, out.2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Apresenta informações econômicas e Financeiras concernentes às contas públicas brasileiras. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/BalPagSet_P.pdf . Acesso em: 19 mar. 2012.

CARCANHOLO, MARCELO D. Abertura Externa e Liberalização Financeira: os impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

CARCANHOLO, Marcelo D. E PAINCEIRA, Juan Pablo. ABERTURA FINANCEIRA E VULNERABILIDADE EXTERNA NA AMÉRICA LATINA: OS IMPACTOS SOBRE BRASIL, MÉXICO E ARGENTINA. Texto para Discussão UFRJ. n.2002.004. Disponível em: http://wwwwww.ie.ufrj.br.ufrj.br/publicacoes/discussao/abertura_financeira_e_vulnerabilidade_externa_na_america_latina.pdf.tina.pdf.tina.pdf.tina.pdf.tina.pdf.

CLOWER, Robert., LIPSEY, Richard. The Present State of International Liquidity Theory. **The American Economic Review**. Vol.58, No.2; 1968.

CHOMSISENGPHET, Souphala., PENNINGTON-CROSS, Anthony. The Evolution of the Subprime Mortgage Market. Federal Reserve Bank of Saint Louis Review. Jan-fev. 2006. Disponível em: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/06/01/ChomPennCross.pdf> . Acesso em 23 mai. 2010.

CYSNE, Rubens P. Passivo Externo Líquido versus Dívida Externa Líquida. Conjuntura Econômica. Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro. 2008. Disponível em: http://www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS_E_REPORTAGENS_DE_POL_ECON/Artigos_Publicados/2008/Passivo%20Externo%20Liquido%20versus%20Divida%20Externa.pdf. Acesso em: 3 jul. 2011.

DAVIDSON, Paul. **Post Keynesian Perspective On Twenty-First Century Economic Problems**. Journal of Post Keynesian Economics and New School University. New York. 2002.

DICIONÁRIO CALDAS AULETE. Dicionário da Língua Portuguesa com trinta mil verbetes. L&PM. São Paulo. 2007.

FRANCO, Gustavo H.B. A Inserção Externa e o Desenvolvimento. Revista de Economia Política, n. 3, Jul.-set. 1998.

DOW, Sheila C. Money And The Economic Process. Aldershot. E. Elgar. 1993. apud AMADO, Adriana M., RESENDE, Marco Flávio da C. Liquidez Internacional E Ciclo Reflexo. Revista de Economia Política, n. 1, pp. 41-59, jan.- mar. 2007.

EDWARDS, Sebastian. SAVASTANO, Miguel A. **The Morning AFTER: THE MEXICAN PESO IN THE AFTERMATH OF THE 1994 CURRENCY CRISIS**. Texto para discussão do NBER, n.6516. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w6516.pdf>. Acesso em: 10 mai. 2011.

FOCUS. **Evolução dos Indicadores de Sustentabilidade Externa – Atualização**. Banco Central do Brasil. 2008. Disponível em:

<http://www4.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/focus/X20080812-Evolu%C3%A7%C3%A3o%20dos%20Indicadores%20de%20Sustentabilidade%20Externa%20-%20Atualiza%C3%A7%C3%A3o.pdf> .

GALDEANO, Juliana A. Crise do México de 1994: as Relações Entre Captação de Poupança Externa e a Evolução da Vulnerabilidade Externa Mexicana. (monografia em economia) – Centro de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo. 2008.

GIAMBIAGI, Fábio; MOREIRA, Maurício Mesquita. Taxas de Juros e de Câmbio Real após a Desvalorização do Real: Um Cenário Tentativo para 1999/2002. **Revista do BNDES**.1999.

IBGE. INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Apresenta diversos estudos e estatísticas sobre os mais diversos temas, entre eles os de relevância econômica.

IPEADATA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Acesso 01.mai.2010. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?2158594609>. Último acesso: 06 jul. 2011.

KEYNES, John M. **General Theory Employment, Interest, and Money**. Palgrave Macmillan. London. 1936.

KEYNES, John M., A Teoria Geral do Emprego, Do Juro e Da Moeda. Tradução de Mário R. Da Cruz. Nova Cultural. São Paulo. 1996.

LAFER, C., O Planejamento no Brasil: Observações sobre o Plano de Metas (1956-1961) IN: Planejamento no Brasil, Lafer, B. M. (org.), Perspectiva, São Paulo, 1970.

LEICHSENRING, Daniel Ribeiro. Endogeneidade e Mecanismos de Transmissão entre a taxa de juro Doméstica e o risco soberano: Uma visita aos determinantes do risco-Brasil, São Paulo, 2004.

MACHADO, Luiz. Grandes Economistas XIV: Robert Lucas e as expectativas racionais. artigo publicado no site do Conselho Federal de Economia COFECON. Disponível em:http://www.cofecon.org.br/index2.php?option=com_content&do_pdf=1&id=940. Acesso em: 7 jun. 2010.

MANTEGA, Guido. O BRASIL E A CRISE INTERNACIONAL. The Economist Conferences. Brasília. 2008. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/2008/marco/130308b.pdf> .

MARÇAL, Emerson Fernandes; NISHIJIMA, Mariolei; MONTEIRO Wagner Oliveira. **Saldos Comerciais e Taxa de Câmbio Real: Uma nova análise do caso brasileiro**. 2005. ANPEC.

MATTOS, Fernando Augusto M. Contexto e Perspectivas do Plano Real. 1997. Cadernos do IFAN, Bragança Paulista. 1997.

MENDONÇA, Helder F. de. Metas para a Taxa de Câmbio, Agregados Monetários e

Inflação. Revista de Economia Política. Vol.22. jan-mar. 2002.

MINISTÉRIO DO TRABALHO E EMPREGO. Divulga estatísticas e apresenta publicações em parceria com diversas instituições entre elas o DIEESE.

MINSKY, Hyman P., The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to “Standard” Theory. Challenge. IN: JSTORE. 1977.

MINSKY, Hyman P., Inflation, Recession and Economic Policy. Wheatsheaf Books Ltd. New York. 1982.

MINSKY, Hyman P. Stabilizing an Unstable Economy. Yale University Press. New Haven. 1986.

MIRANDA, José Carlos. **Abertura Comercial, Reestruturação Industrial e Exportações Brasileiras na Década de 1990**. Texto para discussão nº 829 BNDES. Brasília. 2001.

MYETYMOLOGY. Dicionário etimológico universal. Disponível em: <http://www.myetymology.com/portuguese/cooperar.html>. Acesso: 04 ago. 2010.

MONTES, Gabriel C. Reputação e Transparência da Autoridade Monetária e Comportamento da Firma. Texto para Discussão nº 214 da Universidade Federal Fluminense. Niterói. 2007.

NIEMEYER NETO, Luiz M. de. Dívida Externa Brasileira Nos Anos 90 Em Uma Perspectiva Histórica. Educ. 2003.

OREIRO, José Luís; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de. Controle da Dívida Pública e Política Fiscal: uma Alternativa para um Crescimento Autosustentado da Economia Brasileira. **Agenda**. 2004.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Apresenta indicadores oficiais pertinentes a mais de 150 países, entre eles o PIB. Disponível em: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=54&pr.y=11&sy=2000&ey=2009&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=941,446,612,666,614,668,311,672,213,946,911,137,193,962,122,674,912,676,313,548,419,556,513,678,316,181,913,682,124,684,339,273,638,921,514,948,218,943,963,686,616,688,223,518,516,728,918,558,748,138,618,196,522,278,622,692,156,694,624,142,626,449,628,564,228,283,924,853,233,288,632,293,636,566,634,964,238,182,662,453,960,968,423,922,935,714,128,862,611,716,321,456,243,722,248,942,469,718,253,724,642,576,643,936,939,961,644,813,819,199,172,184,132,524,646,361,648,362,915,364,134,732,652,366,174,734,328,144,258,146,656,463,654,528,336,923,263,738,268,578,532,537,944,742,176,866,534,369,536,744,429,186,433,925,178,746,436,926,136,466,343,112,158,111,439,298,916,927,664,846,826,299,542,582,967&s=NGDP_RPCH&grp=0&a= . Acesso em: 12 mar. 2012.

PAULA, Luiz Fernando R. De. Riscos na Atividade Bancária em Contexto de Estabilidade de Preços e de Alta Inflação. **Revista Análise Econômica**. 2000.

PITCHFORD, John David., The Current Account and Foreign Debt. Routledge. London. 1995.

Projeto Sert/DIEESE, Estudo Exploratório - A Natureza do Crescimento Econômico: seus impactos sobre o emprego. S/D.

PINDYCK, Robert S. RUBINFELD, Daniel L. Pearson Education do Brasil Ltda. São Paulo. 2005.

RACY, José Caio. Resenha: Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004). **Revista de Economia Mackenzie**. 2005.

RESENDE, Marco Flávio da C., GODOY, Nara Rúbia D. de. LIQUIDEZ INTERNACIONAL E EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS 1960-2002. Texto para discussão da UFMG, n. 247. Disponível em: <http://cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20247.pdf>

SUBPRIME LENDING CRISIS. Apresenta informações sobre a crise do subprime. Disponível em: http://www.subprimelendingcrisis.com/Subprime_Lending_History.php

TAYLOR. John B. Discretion Versus Policy Rules In Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39. North-Holland. 1993. Disponível em: <http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF> . Acesso em: 27 nov. 2011.

TOLEDO, Joaquim Elói C.de. Risco Brasil: o efeito-Lula e os efeitos-Banco Central. **Revista de Economia Política**. Jul-set.2002. Disponível em: <http://www.rep.org.br/pdf/87-9.pdf> . Acesso em: 17 set. 2011.

VAN NOIJE, Paulo. A Vulnerabilidade Externa decorrente da Posição Internacional de Investimento e do fluxo de Rendas: Uma análise da economia brasileira no período de 1953-1963. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Departamento de Economia Política. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo. 2010.