

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO EM ECONOMIA**

DOUGLAS HENRIQUE DE SOUZA XAVIER

**INDICADOR DE FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA:
UMA ANÁLISE PARA O BRASIL PÓS-1995**

UBERLÂNDIA, MG

2017

DOUGLAS HENRIQUE DE SOUZA XAVIER

**INDICADOR DE FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA:
UMA ANÁLISE PARA O BRASIL PÓS-1995**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Desenvolvimento
Econômico

Orientador: Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes
Terra

UBERLÂNDIA, MG

2017

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

X3i
2017 Xavier, Douglas Henrique de Souza, 1991-
 Indicador de fragilidade financeira externa : uma análise para o
 Brasil pós-1995 / Douglas Henrique de Souza Xavier. - 2017.
 80 f. : il.

 Orientador: Fábio Henrique Bittes Terra.
 Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
 Programa de Pós-Graduação em Economia.
 Inclui bibliografia.

 1. Economia - Teses. 2. Fundo Monetário Internacional - Teses. 3.
 Minsky, Hyman P. - 1919-1996. - Teses. 4. Mercado financeiro - Teses.
 I. Terra, Fábio Henrique Bittes. II. Universidade Federal de Uberlândia.
 Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

CDU: 330

DOUGLAS HENRIQUE DE SOUZA XAVIER

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Uberlândia (MG), 22 de fevereiro de 2017.

Banca Examinadora

Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra
(Orientador – IE/UFU)

Prof. Dr. Fabrício José Missio
(Examinador – CEDEPLAR/UFMG)

Profa. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz
(Examinadora – IE/UFU)

AGRADECIMENTOS

Chego ao tão esperado final da dissertação. Nesse momento, é inevitável que as lembranças transitem pela mente, pois foram dois anos idealizando esse momento. Lembranças dos momentos bons, de descontração, algumas amizades construídas, outras fortalecidas, objetivos postos à prova, limites testados e ultrapassados.

“São anos difíceis”, é o que eu ouvia falar sobre o mestrado. De fato, fáceis não são, mas não me falaram que haveria tantas mãos a me ajudar nessa jornada, para as quais dedico esse trabalho. As primeiras mãos são as de Deus, as quais guiaram meus passos e foram essenciais nos momentos mais difíceis, como verdadeiras fontes de amor e paz.

Não posso falar em muitas mãos, sem externar toda minha gratidão ao povo brasileiro, que me concedeu oportunidade de chegar até aqui, a quem devo tudo isso e espero conseguir retribuir com o exercício ético da profissão e a constante luta por um Brasil mais humano. Aproveito para agradecer a CAPES pelo apoio financeiro, sem o qual não seria possível a concretização desse mestrado.

Algumas pessoas também são responsáveis pela realização desse sonho. O primeiro a quem devo agradecer é o professor Fábio Terra, no qual me inspiro, por ser um exemplo de professor e orientador, extremamente dedicado, incentivador e, acima de tudo, humano. Sou imensamente grato pela confiança que ele em mim depositou, bem como pelas bases oferecidas para o meu crescimento profissional.

A minha família, sobretudo na figura de minha mãe, Rosemary, meu pai, Antônio, e minha avó materna, Maria, símbolos de amor incondicional. São por eles que me emociono nesse momento, pelo orgulho que vejo em seus olhos, por tudo que esse título representa em minha família, visto que será o primeiro, assim como meu diploma de graduação. Minha gratidão também a minhas tias Cris, Sandra e Zeila pelo grande apoio de sempre e, sobretudo, durante minha jornada em Uberlândia. Estendo também os agradecimentos aos primos e tios.

Aos amigos da minha cidade natal: Éder, Jéssica, Marlon, Mariane, Mayara, Neto, Rafa, Tati e Thaís. As amizades que Uberlândia me deu, bem como os anos de convívio em república: Alexandre, Alinne, Carol, Cíntia, Dênis, Douglas, Flávio, Janaína, João Paulo, Julienne, Junior, Leonardo, Lucas Oliveira, Lucas de Sá, Marcelo e Renato.

Foi imprescindível também a amizade e companheirismo expressos pelo Grupo da Cris, nas figuras de Henrique, Iago, Kel, Ludmila, Marcelo, Sílvio e Yasmine, sem os quais esse mestrado, possivelmente nem teria se iniciado, pelo menos não tão rápido, pois estamos juntos desde os estudos para a temida prova da ANPEC e prosseguimos unidos em outros projetos. Externo também meus agradecimentos aos colegas de pós-graduação e de laboratório, os quais ajudaram muito com suas conversas, festinhas, bem como divisão de angústias.

Ao professor Fabrício Míssio e professora Vanessa Val por aceitarem compor minha banca de defesa da dissertação, cujos comentários, críticas e sugestões serão de grande valia para a melhoria desse trabalho. Agradeço a professora Vanessa também pela grande ajuda na banca de qualificação, juntamente com o professor Aderbal, assim como, pela orientação no estágio docência.

A todas as professoras e professores do Programa de Pós-graduação em Economia da UFU, bem como, a secretária Camila Bazani e demais técnicos administrativos e funcionários terceirizados, pelo comprometimento que demonstraram para com os estudantes, com o patrimônio e bem público.

Por fim, toda minha gratidão à Universidade Federal de Uberlândia pela oportunidade a mim concedida de crescimento intelectual e humano, pelo ensino do respeito às diferenças, amor ao Brasil, ao próximo, a ânsia de justiça e mais igualdade social. A você minha querida UFU, todo meu carinho e respeito.

RESUMO

Esta dissertação é um esforço de ampliação da Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky (1986) para economias abertas, a fim de investigar o grau de fragilidade financeira externa a que o Brasil esteve submetido no período pós-1995. Para tanto, foi construído o Indicador de fragilidade financeira externa (IFFE) com base nos fluxos financeiros e reais do balanço de pagamentos, para que fosse possível averiguar a composição – e, com isso, a estabilidade – dos fluxos de divisas que fluem e refluem para o País (e para os países em geral, pois ao ser baseado no BPM6 do Fundo Monetário Internacional, o IFFE tem aplicação ampla). Subsidiariamente, ao permitir inferir a postura dos fluxos internacionais reais e financeiros, o IFFE permite concluir qual a sustentabilidade (ou seja, a maior ou menor fragilidade financeira) da disponibilidade de divisas do País para cumprir com os compromissos em moeda estrangeira, o que é feito com a classificação do comportamento do setor externo em relação às posturas financeiras apontadas na teoria minskyana, com a utilização de parâmetros elaborados nessa dissertação. Os resultados da aplicação do IFFE para o Brasil no período analisado apontaram que o estoque de reservas internacionais do País, que foi crescente no período investigado, foi composto majoritariamente por divisas advindas da Conta financeira, uma vez que os déficits em Transações correntes também tiveram tendência de crescimento no período (só houve superávits no período de 2003 a 2007), tornando imperativo o financiamento externo das transações com o resto do mundo. Além disso, a predominância da postura Especulativa nos trimestres analisados demonstrou que o estoque de reservas é composto de forma expressiva com recursos mais voláteis, o que imprime maior nível de fragilidade financeira externa e dependência em relação a esses capitais, visto que eventuais movimentos bruscos deles, em reflexo a episódios de instabilidade nos mercados financeiros, podem consumir rapidamente esse estoque.

Palavras-chave: IFFE; Minsky; fragilidade financeira; setor externo.

ABSTRACT

This dissertation is an effort to expand Minsky's Financial Instability Hypothesis (1986) for open economies in order to investigate the external financial fragility which Brazil was subjected in the post-1995 period. For that, the External Financial Fragility Indicator (IFFE) was constructed based on the balance of payments' financial and real flows, with the object analyze the composition – and hence the stability – of the flows of foreign exchange entering and leaving the country (and for the countries in general, since it is based on BPM6 of the International Monetary Fund, the IFFE has wide application). Alternatively, by making it possible to infer the position of the international real and financial flows, the IFFE allows us to conclude the sustainability (that is, the greater or lesser financial fragility, of the country's foreign exchange availability) to comply with foreign currency commitments, with the classification of the behavior of the external sector in relation to the financial postures pointed out in the Minsky's theory, using the parameters elaborated in this dissertation. The results of the application of the IFFE to Brazil in the analyzed period indicated that the country's stock of international reserves, which was increasing in the investigated period was composed mainly by currencies from the financial account, considering current account deficits also showed a growth trend in the period (there were only surpluses in the period from 2003 to 2007), making external financing of transactions with the rest of the world imperative. Besides the predominance of the Speculative posture in the analyzed quarters showed that the stock of reserves relies in an expressive way with more volatile resources, which implies a greater level of external financial fragility and dependence in relation to these capitals, seeing that eventual sudden movements of them, in response to episodes of instability in the financial markets, can quickly consume this stock.

Keywords: IFFE; Minsky; financial fragility; external sector

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Fontes de fragilidade financeira e fluxos transfronteiriços	22
Quadro 2 - Convenção de sinais BPM6 e do BPM5	38
Quadro 3 - Resumo das contas do BP selecionadas	39
Quadro 4 - Classificações gerais do IFFE conforme as posturas de Minsky	41
Quadro 5 - Subclassificação da postura <i>Hedge</i> com sinal do IFFE negativo	42

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Posturas financeiras gerais do BP, segundo metodologia aplicada, 1º trimestre de 1995 ao 1º trimestre de 2016	44
Gráfico 2 - Entrada de ID e IC no Brasil, 1º trimestre de 1990 ao 3º trimestre de 1999 (US\$ milhões).....	45
Gráfico 3 - Reservas internacionais brasileiras em US\$ milhões, janeiro de 1995 a janeiro de 2000	49
Gráfico 4 - Média mensal da taxa de câmbio (eixo à esquerda) - R\$ / US\$ e saldo mensal da CF em US\$ milhões (eixo à direita), janeiro de 2002 a dezembro de 2003..	55
Gráfico 5 – Exportações, importações e saldo da BC (US\$ milhões), 1º trimestre de 1995 ao 1º trimestre de 2016	56
Gráfico 6 - Entradas líquidas de IC e ID, 2º trimestre de 1995 a 2º trimestre de 2016 (US\$ milhões).....	72
Gráfico 7 - Média móvel de três meses da BC, CF (captações líquidas) e Reservas internacionais (eixo à direita), fevereiro de 2004 a agosto de 2016 (US\$ milhões).....	72

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 1995	46
Tabela 2 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 1996	46
Tabela 3 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 1997	47
Tabela 4 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 1998	48
Tabela 5 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 1999	50
Tabela 6 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2000	52
Tabela 7 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2001	53
Tabela 8 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2002	55
Tabela 9 - Aplicação do IFFE para os anos de 2003 a 2007 (US\$ bilhões).....	57
Tabela 10 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2008	59
Tabela 11 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2009	60
Tabela 12 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2010	62
Tabela 13 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2011	63
Tabela 14 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2012	65
Tabela 15 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2013	66
Tabela 16 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2014	68
Tabela 17 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano 2015	70
Tabela 18 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano 2016	71

LISTA DE SIGLAS

BACEN: Banco Central do Brasil

BC: Balança comercial

BP: Balanço de pagamentos

BPM5: 5ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento

BPM6: 6ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento CF: Conta financeira

D: Derivativos

FMI: Fundo Monetário Internacional

HIF: Hipótese de Instabilidade Financeira

IC: Investimento em carteira

ICMS: Imposto sobre circulação de mercadorias e serviços

ID: Investimento direto

IFE: Índice de fragilidade financeira externa de Paula e Alves Jr (1999)

IFFE: Indicador de fragilidade financeira externa, construído nessa dissertação

IFFSPB: Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro

IOF: Imposto sobre operações financeiras

OI: Outros investimentos

TC: Transações correntes

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	13
CAPÍTULO 1 - A HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY .	15
1.1 Fragilidade financeira interna em Minsky.....	15
1.2 Fragilidade financeira externa: ampliação da HIF para economias abertas	21
CAPÍTULO 2 - CONDICIONANTES DA DINÂMICA DO SETOR EXTERNO BRASILEIRO.....	28
CAPÍTULO 3 - INDICADOR DE FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA	33
3.1 Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE)	33
3.2 Indicador de Fragilidade Financeira Externa (IFFE).....	36
CONSIDERAÇÕES FINAIS	74

INTRODUÇÃO

A política de atração de capital estrangeiro adotada à época do Plano Real (1994), aliada ao processo de abertura econômica no Brasil, realizada desde o governo Collor e intensificada na implantação do Plano gerou desdobramentos nas contas externas brasileiras. Estas mudanças implicaram maior ou menor fragilização financeira externa da economia brasileira?

Para responder a questão acima, o presente trabalho utilizar-se-á da aplicação da Hipótese de Instabilidade Financeira (de agora em diante, HIF) de Minsky (1986) que teoriza a tendência à instabilidade financeira inerente das economias capitalistas modernas, isto é, financeiramente sofisticadas. Para tanto, a HIF coloca que, em um contexto de incerteza, os agentes tomam decisões com base em expectativas acerca das receitas que auferirão dos investimentos, as quais são contrapostas às obrigações assumidas para o financiamento do investimento. Assim, a HIF estabelece três esquemas de financiamento distintos - *Hedge*, *Especulativo* e *Ponzi* - que são posturas financeiras que se relacionam às receitas esperadas dos investimentos e o pagamento de compromissos financeiros.

A análise minskyana é, a princípio, construída para fluxos de caixa de bancos, em um contexto de economia fechada. No entanto, sua ampliação para economias abertas é plausível. Neste caso, as unidades de análise se tornam os balanços de pagamentos (doravante, BP) dos países. Seguindo-se Minsky (1986), a fragilidade financeira pode levar à ocorrência de crises, as quais são ocasionadas por fatores endógenos, como variações nas taxas de juros, processos decorrentes das fases de “boom” de investimento, em que há alta demanda por *funding*. Por extensão às economias abertas, variação nas taxas de juros alteram os fluxos internacionais de capitais e a taxa de câmbio, por consequência. Assim, ocorrem ajustes cambiais nas dívidas externas dos agentes sem que, de fato, qualquer nova dívida tenha sido contraída. Casos como esses ilustram o caráter endógeno das crises na teoria minskyana.

Nesse sentido, esta dissertação é um esforço de ampliação da HIF de Minsky para economias abertas, com o objetivo de investigar o grau de fragilidade financeira externa a que o Brasil esteve submetido no período pós-1995. A análise da fragilidade financeira externa é um tema relevante diante da intensificação dos fluxos de capitais estrangeiros para os países emergentes pós-1980/1990. Nesse contexto, o Brasil se

destaca como uma figura importante na recepção desses capitais devido, dentre outros fatores, à atratividade do seu diferencial de juros em relação aos juros internacionais.

Não obstante, a ampliação da participação dos capitais estrangeiros no País, sobretudo os considerados mais voláteis, pode estar associada a um crescente aumento na dependência desses do Brasil em relação a esses capitais, seja para fechamento do BP, controle cambial, ou ambos. Por isso, se faz necessária a investigação do grau de fragilidade financeira externa a que o País esteve submetido no período analisado.

Para tanto, foi construído um Indicador de fragilidade financeira externa (IFFE) com base nos fluxos financeiros e reais do BP, a fim de averiguar a composição – e, com isso, a estabilidade – dos fluxos de divisas que fluem e refluem para o País (e para os países em geral, pois ao ser baseado no BPM6 do Fundo Monetário Internacional, o IFFE tem aplicação ampla). Subsidiariamente, ao permitir inferir a postura dos fluxos internacionais reais e financeiros, o IFFE permite concluir qual a sustentabilidade, ou seja, a maior ou menor fragilidade financeira, da disponibilidade de divisas do País para cumprir com os compromissos em moeda estrangeira.

O esforço intelectual para avaliar o grau de fragilidade financeira externa do Brasil após a implantação do Plano Real já foi feito por alguns autores, a exemplo do seminal artigo de Paula e Alves Jr. (1999), no qual foi desenvolvido um índice utilizando algumas rubricas do BP, contrapondo as obrigações em moeda estrangeira do País com a disponibilidade delas. No entanto, o principal problema que de partida se observa no índice dos autores é a ausência de parâmetros para a classificação das posturas financeiras à lá Minsky e é exatamente nesse ponto, ou seja, na parametrização que reside a principal contribuição da presente dissertação para com a literatura já existente.

Nesse sentido, o trabalho se divide em três capítulos, além dessa introdução e das considerações finais. O primeiro apresenta a HIF de Minsky, bem como a ampliação dela para economias abertas, a qual serviu de substrato para a composição desse trabalho, sobretudo no tocante ao IFFE, que leva em conta as posturas financeiras estabelecidas por Minsky (1986). O segundo capítulo faz uma muito breve exposição de elementos estruturais relevantes para o comportamento do setor externo do País no período pós-1995, para que no último capítulo se faça, a análise das posturas financeiras incorridas pelo Brasil no período analisado, a partir do que sintetiza o IFFE, via classificação conforme as posturas financeiras estabelecidas na teoria minskyana.

CAPÍTULO 1 - A HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY

1.1 Fragilidade financeira interna em Minsky

A instabilidade é uma característica observada em nossa economia. Para que uma teoria seja usada como um guia para políticas de controle de instabilidade, ela deve mostrar como a instabilidade é gerada (MINSKY, 1984, p. 12) ¹.

Minsky, em linha com a tradição pós-keynesiana, desenvolve sua teoria tendo como pano de fundo a caracterização do sistema capitalista como uma economia monetária da produção. Nela, prevalece o caráter cíclico da economia, devido à instabilidade do investimento e de suas formas de financiamento. Assim, a teoria minskyana rejeita o equilíbrio e o substitui pela noção de períodos de tranquilidade, cujas características principais são a predominância de um sistema financeiro robusto e com poucas inovações financeiras.

Para explicar a instabilidade da economia capitalista, Minsky (1986) parte da análise de Keynes (1982), apontando que as flutuações no investimento ocorrem em virtude da incerteza sob a qual as expectativas dos agentes se formam, visto que eles decidem investir com base nos rendimentos esperados do ativo no qual o capital foi investido.

Assim, o contexto de incerteza no qual as decisões de investimento são tomadas torna-o um ato arriscado e muito dependente do comportamento presente do próprio sistema, já que a incerteza significa que o futuro é – a rigor – impossível de ser previsto, o que obriga os agentes a tomarem decisões de acordo com cenários imaginados por eles, baseados em expectativas acerca do futuro da economia, em parte ancoradas em convenções², em parte em elementos mais ou menos conhecidos e, por fim, também baseadas em aspectos sobre os quais o investidor possui apenas maior ou menor confiança sobre o que espera do futuro (KEYNES, 1982). Um fator importante é que as decisões são irrevogáveis, dado que o tempo é irreversível e os recursos despendidos no investimento não regressam ao investidor caso ele não obtenha sucesso em sua ação (FEIJÓ, 1993).

¹ As traduções contidas nesse trabalho foram feitas pelo autor.

² As convenções possuem papel central na teoria de Minsky, pois as decisões são baseadas, em parte, nelas. Assim, os agentes tentam o tempo todo antecipar o comportamento geral futuro, a fim de aferir lucros derivados dessa antecipação. Essas convenções são usadas para determinar os critérios que devem ser respeitados pelos tomadores para a concessão de empréstimos (TYMOIGNE, 2006).

Para além da incerteza e da crucialidade de suas decisões irrevogáveis, os agentes ao decidirem investir também têm de lidar com as condições de financiamento desse investimento, elemento essencial na abordagem minskyana, que formula “uma teoria financeira do investimento” (GATTI e GALLEGATI, 2001, p. 185). No entanto, as condições de financiamento também são influenciadas pela incerteza, pois quando um contrato financeiro é celebrado, credores e tomadores possuem cenários em mente em relação à como se cumprirão os termos do contrato. Assim, o conhecimento por parte do prestador acerca das formas esperadas de captação de renda futura pelo tomador, com as quais o empréstimo será liquidado, além da confiança do prestador na efetivação das expectativas de renda futura do tomador, são determinantes para a decisão de emprestar.

Nesse sentido, para que seja possível entender o comportamento de uma economia monetária da produção na abordagem minskyana, é necessário integrar relações financeiras à determinação da decisão do investimento sob condições de incerteza. Com isso, a pergunta basilar de Minsky (1986) é: o que faz com que o comportamento de economias capitalistas se modifique de maneira radical?

A fim de responder a essa pergunta é necessário ter em mente que a instabilidade capitalista é inerente, na análise minskyana, e devida a dois fatores: 1) um complexo conjunto de relações de mercado inseridas na execução do investimento e 2) o modo como a estrutura de passivos compromete os fluxos de caixa, provenientes da produção das unidades econômicas. Assim, para que sejam possíveis a compreensão da decisão de investimento e a flutuação dele, se faz necessária a observação das relações entre a aquisição de ativos de capital no presente e a estrutura de passivos que o financiamento impõe a quem o realiza. Esses passivos, que são compromissos de pagamentos futuros, são contrapostos às expectativas de fluxo de caixa das unidades, ou seja, as estimativas que os agentes possuem em relação às receitas que auferirão dos investimentos.

Com base nisso, a HIF de Minsky estabelece três posições financeiras possíveis: *Hedge*, *Especulativa* e *Ponzi* (MINSKY, 1986). Essa análise é construída, a princípio, com base no fluxo de caixa de bancos, o que posteriormente é estendido a outras unidades econômicas, como firmas e unidades individuais. Tais posturas de financiamento se diferenciam com base na relação entre as receitas esperadas dos bens de capital e a estrutura de compromissos financeiros dos agentes.

Assim, as unidades que utilizam financiamento *Hedge* incorrem em dívidas de longo prazo que exigem pagamentos do serviço e do principal inferiores às estimativas

de receitas de seus bens de capital. Com isso, elas conseguem sanar suas dívidas sem a necessidade de incursão em novos contratos de dívida, uma vez que suas receitas são suficientes para fazer face aos pagamentos financeiros. Nas palavras de Minsky, “se as receitas de fluxo de caixa esperadas e realizadas são suficientes para honrar todos os compromissos de pagamento sobre as obrigações de uma empresa, então ela está engajada em um *Hedge financing*” (1986, p. 203).

Apesar de as unidades *Hedge* esperarem que os fluxos de caixa de suas operações possuam magnitude suficiente para cumprir os pagamentos compromissados, eventos inesperados podem ocorrer, a exemplo de quedas de venda ou elevações das taxas de juros, o que lhes coloca a possibilidade de que os fluxos de caixa de suas operações fiquem aquém das expectativas e do montante necessário para a liquidação dos compromissos. Por isso, essas unidades, devido ao seu comportamento de precaução, geralmente possuem ativos colaterais na mesma forma que seus débitos são denominados. Já as unidades engajadas em estruturas Especulativas de financiamento preveem um fluxo de caixa menor do que os compromissos de pagamento à vista em determinados períodos. Por isso, no curto prazo, o fluxo de renda esperada é apenas suficiente para o pagamento dos juros. Por conseguinte, a postura Especulativa gera necessidade de rolagem de dívidas presentes. Ademais, estas firmas apostam, em alguma medida, na valorização dos seus ativos no futuro, que compense esses déficits nos primeiros períodos, o que torna a unidade dependente do “funcionamento dos mercados de produção, de fatores e monetário” (MINSKY, 1986, p. 338).

Por fim, a postura *Ponzi* se assemelha à Especulativa (podendo até ser uma fase agravada dela), uma vez que o valor necessário para arcar com os compromissos de dívida, principal e juros, excede o montante de entrada de recursos. No entanto, a diferença entre as duas posições financeiras reside no fato de que os agentes *Ponzi* enfrentam o aumento do valor nominal das suas dívidas no curto e longo prazos, característica da impossibilidade de sua rolagem durante determinado período, quando seu fluxo de caixa não é suficiente nem mesmo para arcar com o pagamento de juros. Assim, as unidades *Ponzi* precisam vender ativos para cumprir suas obrigações, mas, à medida que esses esquemas se espalham pela economia, as unidades encontram dificuldade para se refinarciar e, então, pode-se caminhar para um processo de deflação de débitos (MINSKY, 1986).

No entanto, os agentes que se engajam em sistemas *Ponzi* de financiamento não o fazem de forma totalmente irracional. Considerando um determinado horizonte

temporal, eles precisam ter a expectativa de que o valor presente positivo dos seus fluxos de caixa futuros compense o valor negativo presente dos fluxos de caixa dos períodos anteriores, nos quais a rolagem da dívida não foi possível e ocorreu o seu crescimento (MINSKY, 1984). Em outras palavras, eles esperam que seus ativos tenham rendimento superior no futuro que compense o déficit em seus balanços presentes, o que nem sempre se concretiza. Assim, os agentes que se engajam nesses esquemas de financiamento ficam sujeitos às condições dos mercados financeiros e, conseqüentemente, de sua instabilidade.

A alternância das unidades econômicas entre os esquemas de financiamento e a maior ou menor predominância dos esquemas Especulativo e *Ponzi* em determinados períodos – além das condições de financiamento e do quadro geral de formação das expectativas – são, na HIF, elementos essenciais para o caráter instável do sistema, caracterizado por períodos de estabilidade e outros turbulentos. Contribuem para esta característica, ademais, a ausência de restrições às atividades de valorização do capital, tanto produtivo, quanto financeiro – o que facilita comportamentos do tipo Especulativo e *Ponzi* – além da complexidade do próprio sistema financeiro.

Assim, quanto maior a predominância dos esquemas baseados em estruturas dos tipos Especulativo e *Ponzi*, menores serão as margens de segurança e, portanto, maior a fragilidade financeira sistêmica, uma vez que tais esquemas estarão vulneráveis a distúrbios que podem ser facilmente ampliados. Com isso,

uma economia capitalista que opere sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, apresenta períodos de estabilidade e períodos de comportamento turbulento e até mesmo caótico. A busca de realização de interesses próprios pelas diversas unidades (operacionais e financeiras) que constituem uma economia capitalista leva, ao longo do tempo, à emergência de condições propícias ao comportamento turbulento e caótico da economia, mesmo partindo-se de situações que previamente tenham favorecido uma trajetória estável (MINSKY, 1994, p.21).

Portanto, a instabilidade financeira envolve a transição de posições *Hedge* para Especulativa e *Ponzi*. Em períodos de expansão – ou “*boom*” – tanto os emprestadores, como os tomadores, engajam-se em atividades mais arriscadas. Considerando um determinado horizonte temporal, observa-se que no início do ciclo os portfólios são robustos, devido ao caráter conservador sob o qual eles se constituem, assim, os compromissos de pagamento de dívida são moderados. No entanto, à medida que a economia segue uma trajetória de expansão, os preços dos ativos sobem e os

compromissos financeiros aumentam, até ultrapassarem os rendimentos dos ativos. Nessa situação, os agentes vendem seus ativos, a fim tanto de fazer face às suas obrigações de pagamento quanto para fugirem para a liquidez. Consequentemente, tais ativos se depreciam e, assim, inicia-se um processo de deflação de dívidas, recessão e crise.

Como se observa, a instabilidade é dinâmica e intrínseca ao próprio sistema.³ Seguindo a análise de Vercelli (2001), há dois conceitos básicos de instabilidade: 1) dinâmica e 2) estrutural. A primeira foca nas propriedades dinâmicas do objeto de estudo, a exemplo da macrodinâmica ortodoxa, que assume os ciclos como flutuações em torno de uma tendência de equilíbrio. Já a segunda, se refere às propriedades estruturais do objeto em análise. A HIF de Minsky é uma abordagem de instabilidade estrutural, uma vez que as flutuações cíclicas não são vistas como ondas ao redor de uma tendência, mas como espirais, nas quais as mudanças de tendência são irreversíveis e afetadas pelo próprio ciclo em que estão inseridas. Assim sendo, Vercelli (2001) aponta ainda que no caráter estrutural da instabilidade, um pequeno choque pode desencadear um processo de grandes consequências a depender do grau de fragilidade financeira da economia, ou seja, da estrutura das relações financeiras dela.⁴

Dessa forma, mesmo uma economia dominada por firmas com perfil *Hedge* pode transformar-se em uma caracterizada pela dominância de financiamento Especulativo, à medida que os valores presentes dos ativos, ao se depreciarem, afetam os emprestadores que possuem os passivos daqueles tomadores, nos seus ativos. Os choques causados pelas quedas nos valores dos ativos impulsionam expectativas pessimistas e a inadimplência e, assim, são quebrados os elos de confiança das relações financeiras. Este rompimento da cadeia de compromissos financeiros pode levar à deterioração das condições de tomada de recursos. Então, a impossibilidade de honrar os compromissos, diante do contingenciamento do crédito, faz com que uma postura anteriormente robusta se transforme em Especulativa (RODRIGUES, 2013).

Desse modo, é importante salientar que o risco dos mercados financeiros é endógeno, pois modificações nas condições de robustez do sistema financeiro ocorrem

³ Ao enfatizar o caráter endógeno da instabilidade, Minsky não rejeita a possibilidade da existência de choques exógenos que possam desestabilizar a economia, mas “apenas chama atenção para o fato de que, mesmo sem estes, a instabilidade da economia se realiza por conta da especulação a respeito da possibilidade de refinarçar as dívidas relacionadas ao investimento” (DEOS, 1998, p. 39).

⁴ As características individuais dos choques referem-se a: (1) sua natureza (monetária, real, agregada ou induzida pela insolvência de outras unidades); (2) o grau de fragilidade financeira das unidades; (3) fatores estruturais e institucionais; (4) evolução da própria estrutura da economia, bem como sua organização institucional (VERCELLI, 2001).

por questões próprias do mercado e não por coisas alheias a ele. Por isso, as posturas de financiamento podem se modificar ao longo do tempo e de forma intempestiva, já que um esquema Especulativo pode se tornar *Ponzi* se, por exemplo, a taxa de juros aumentar para conter problemas inflacionários ou inibir refluxos de capital. Ao mesmo tempo em que um esquema *Hedge* pode se tornar Especulativo se, por exemplo, houver uma queda na receita das operações realizadas ou o não pagamento de dívidas, sobre as quais a empresa é credora (MINSKY, 1986). Com isso, a HIF pressupõe que os esquemas de financiamento não são imutáveis, uma vez que podem se transformar à medida que as condições econômicas se alterem. Há diferenças nestas possibilidades de alteração das posturas financeiras, contudo, pois diversos fatores impactam os agentes de acordo com o tipo de esquema de financiamento em que eles se encontrem. Sistemas *Hedge*, por exemplo, são mais sujeitos aos fatores de mercado (como demanda agregada, custo de fatores, dentre outros), enquanto que as empresas que usam esquemas Especulativos ou *Ponzi* estão também muito mais vulneráveis ao desempenho do mercado financeiro (MINSKY, 1986).

Não somente a posição financeira ocupada pelos agentes, bem como a alternância dessas posturas de financiamento também decorrem das inovações financeiras. Elas são utilizadas para o enfrentamento das barreiras impostas pelo sistema regulatório e contribuem para atenuar problemas relacionados às necessidades dos processos de financiamento da atividade econômica. O problema reside no fato de que elas não enfrentam um limite exógeno imposto por condições de mercado ou pelo órgão regulador, e, assim, contribuem para a instabilidade sistêmica (TYMOIGNE, 2006).

Por ser de caráter estrutural, a instabilidade financeira, apesar de requerer medidas conjunturais para contenção de crises, tais como, intervenções dos bancos centrais como emprestadores de última instância e ampliação da dívida pública como elemento anticíclico de manutenção da demanda agregada em momentos de crise, carece de políticas que visem a atenuar o grau de instabilidade estrutural da economia. Assim, ações como: (1) efetivação de uma estrutura de gastos públicos direcionada para investimentos em bens públicos de capital e infraestrutura, a fim de elevar a eficiência da atividade produtiva, bem como uma (2) maior regulação do sistema financeiro, com vistas a conter a tendência inerente da transição das posições financeiras, são centrais, quando se consideram as proposições da HIF (VERCELLI, 2001).

Por fim, é importante frisar que a análise da HIF, quando proposta por Minsky, é fundamentalmente associada a economias fechadas, levando em conta a dinâmica de

funcionamento doméstico das economias, por isso trata-se da construção da fragilidade financeira interna. Todavia, a extensão da HIF de Minsky às economias abertas não é sem cabimento e nem novidade na literatura, muito embora seja necessário observarem-se algumas diferenças quanto às unidades de análise que passam a serem países, ao invés de empresas. Com isso, se faz necessária a discussão acerca das adaptações que podem ser feitas à teoria minskyana original quando da sua aplicação às economias abertas. Uma revisão desta literatura será feita na próxima seção.

1.2 Fragilidade financeira externa: ampliação da HIF para economias abertas

No esforço de ampliar a análise da HIF para economias abertas e considerando-a a-espacial, ao ser constituída para uma economia fechada, Dimsky (1998) realiza a espacialização da teoria minskyana, enfatizando que a fragilidade financeira inerente pode ser agravada por desequilíbrios transfronteiriços nos fluxos de poupança e de fatores. Nesse sentido, “o fato de que uma economia consiga ou não evitar uma crise financeira depende não apenas do ciclo econômico, como Minsky enfatizou, mas do sucesso da economia em mediar as tensões nos setores financeiro e real inerentes às economias com fronteiras” (DYMSKI, 1998, p. 75). O Quadro 1 expressa a ampliação da HIF feita por Dymiski (1998) via inserção da dimensão vertical do quadro, que consiste na espacialização da HIF. Nesse sentido, o autor trabalha com a possibilidade de propriedade de ativos por parte de não residentes de uma economia e, também, com a ameaça de fuga dos investimentos externos. Assim, as duas últimas linhas representam outras fontes de fragilidade financeira doméstica, em acréscimo às apontadas por Minsky (1975) relacionadas às posições financeiras internas (dimensão horizontal do quadro).

Quadro 1 - Fontes de fragilidade financeira e fluxos transfronteiriços

		Fragilidade financeira devida às posições financeiras internas	
		<i>Forte uso de emissão de ações para sustentar aquisição de ativos e o investimento</i>	<i>Alto endividamento para sustentar aquisição de ativos e o investimento</i>
Fragilidade financeira devida à exposição externa	<i>Pouca ou nenhuma propriedade de ativos de não residentes</i>	Fragilidade financeira: ameaça de colapso do mercado de ações	Fragilidade financeira cíclica: ameaça de deflação de dívidas e falências após a deflagração
	<i>Propriedade substancial por parte de não residentes</i>	Pressão dos investidores estrangeiros por medidas que mantenham altos os preços das ações, independentemente do efeito sobre os trabalhadores e a capacidade produtiva	Pressão dos investidores estrangeiros juntamente com fragilidade financeira cíclica minskyana: a ameaça de fuga externa induz a ajustamentos comprometedores
	<i>Debandada dos não residentes: fuga para qualidade</i>	Colapso do mercado acionário devido à fuga dos investidores estrangeiros	Inadimplência e falência devidas aos efeitos diretos e cíclicos induzidos pela fuga externa

Fonte: Dymski (1998).

Como é possível perceber, a depender da estrutura interna do mercado de ativos (intensidade da emissão de ações para sustentar o investimento e o nível de endividamento para o mesmo fim) as consequências da posse de ativos por parte de não residentes são diversas. Por exemplo, caso as práticas de posse de ativos e as relações credor-devedor em determinado país forem diferentes das “normas de Wall Street”, a ameaça constante de fuga do capital estrangeiro pode reduzir a liberdade de ação da economia doméstica, uma vez que uma fuga grande o suficiente de capitais pode provocar um colapso no mercado de ações e um processo de deflação de dívidas, caracterizando uma crise minskyana.

Dymski (1998) coloca ainda que a debandada dos investidores estrangeiros impacta substancialmente no preço da moeda doméstica. Com isso, um problema que se coloca para as economias abertas é o da administração das expectativas dos investidores externos, a fim de evitar a fuga deles em direção a outros mercados de capitais considerados mais seguros. Assim, à medida que aumenta a proporção de ativos detidos por não residentes no total de ativos da economia, pode se constituir em elemento de fragilidade financeira, pois a constante ameaça de fuga impõe subordinação da política doméstica às demandas desse capital. Além disso, caso a fuga se concretize, as consequências podem ser bem graves, a exemplo de uma crise cambial.

Outro esforço de extensão da HIF para economias abertas é o de Kregel (1998), o qual aponta que, embora a análise de Minsky coloque a passagem da fragilidade

financeira para a instabilidade financeira como decorrente de processos endógenos, ela pode ser estendida tratando-se de choques exógenos, a exemplo de variações na taxa de câmbio, que afetam empresas e bancos que operam no mercado internacional. Assim, um aspecto importante da análise estendida às economias abertas seria a que diz respeito às mudanças na taxa de juros dos maiores credores internacionais, principalmente os EUA.

As taxas de juros das economias centrais, por exemplo, impactam diretamente no resto do mundo, uma vez que influenciam o fluxo dos capitais internacionais. Se subirem os juros naqueles países, é provável que haja saída de capitais dos países periféricos em direção aos centrais, o que leva à desvalorização cambial nos primeiros. Diante desse cenário, a autoridade monetária pode ser levada a subir os juros domésticos, com o propósito de conter a especulação contra a moeda do país ou atrair capitais externos, o que pode impactar negativamente na demanda doméstica, reduzindo os fluxos de caixa das empresas ao mesmo tempo em que eleva os custos de financiamento. O resultado pode ser a passagem das empresas de uma posição *Hedge* para *Ponzi* de financiamento (KREGEL, 1998).

No mesmo sentido, Resende e Amado (2007) tratam dos níveis periódicos de liquidez internacional e de seus impactos no que os autores chamam de ciclos reflexos, pelos quais as economias periféricas passam. Os ciclos reflexos funcionam da seguinte forma: caso se considere as economias periféricas como firmas, verifica-se que elas se comportam em resposta ao sistema financeiro internacional. Assim, elas tendem a absorver a disposição deste de estender o crédito e financiar projetos com maior grau de risco. Encontrar-se-ão, desta maneira, países com perfil Especulativo e até mesmo *Ponzi*, caso eles estejam nas últimas fases de ascensão do ciclo econômico. Os ciclos de liquidez são de grande relevância, uma vez que impactam diretamente os países que utilizam de financiamento externo, assim a análise da HIF se estende incorporando o problema da geração de divisas, pois

enquanto em Minsky o problema é de fluxo monetário do projeto e de capacidade de repagamento do projeto específico, em economias abertas, com um grande nível de vulnerabilidade externa, o problema está associado não apenas à capacidade de repagamento dos projetos específicos, mas também a capacidade de geração de divisas externas que permitam esse repagamento. Nesse caso, o processo é muito mais complicado e exige uma engrenagem mais sofisticada " (RESENDE e AMADO, 2007, p. 46).

Resende e Amado (2007) apontam que a vulnerabilidade externa não está apenas associada à disponibilidade de recursos para o pagamento de dívidas, mas também à obtenção de divisas, uma vez que os compromissos com o setor externo são denominados, geralmente, em moedas estrangeiras. Logo, a análise de HIF de países amplia a questão da fragilidade financeira, que passa a ir além da investigação acerca de projetos individuais de firmas, em direção ao campo macroeconômico, ao colocar a situação do BP como chave para o entendimento da vulnerabilidade externa.

Minsky (1994), portanto posteriormente à formulação da HIF, buscou tratar de economias abertas. Neste texto, o autor dá expressiva importância à análise do BP dos países para a detecção da fragilidade financeira e a consequente vulnerabilidade a choques e ao comportamento externo. Para tanto, ele utiliza uma divisão do BP em quatro rubricas:

- (1) Pagamento de dívidas;
- (2) Balança comercial;
- (3) Movimentos de capitais de longo prazo;
- (4) Movimentos de capitais de curto prazo.

Neste contexto, o equilíbrio do BP do país que incorre em déficit na rubrica (1) pagamento de dívidas e não possui superávit na (2) balança comercial (BC) que o compense, dependerá da entrada de (4) capitais estrangeiros de curto prazo para o fechamento das contas, caso não consiga a atração de (3) capitais de longo prazo. Isso pode gerar especulação contra a moeda do país, a depender de diversos aspectos como liquidez internacional, fundamentos econômicos internos, risco percebido pelos agentes e economias similares.

A especulação se ampliará, caso o acúmulo de dívidas de curto prazo persista, tornando-se necessário o dispêndio de reservas internacionais para tentar conter esse processo. A taxa de câmbio, à medida que continua sofrendo desvalorização faz com que se amplie a quantidade de moeda necessária para fazer face às obrigações denominadas na moeda do credor e, assim, se ampliam a fragilidade financeira e a vulnerabilidade externa do país (MINSKY, 1994). Portanto, a vulnerabilidade causada pelo forte endividamento de curto prazo e a dependência dele para o fechamento das contas externas tendem a gerar efeitos negativos. Pressiona-se o mercado de câmbio, leva-se ao aumento das taxas de juros e à queima de reservas, o que causa, por conseguinte, especulação contra a moeda doméstica, arrefecimento da atividade

econômica (devido à alta da taxa de juros e à intensa incerteza e sua consequente preferência pela liquidez) e à própria ampliação da vulnerabilidade externa.

Na realidade, pode-se dizer que no caso de economias abertas, Minsky constata que o endividamento de curto prazo do país com o exterior gera fragilidade financeira, que desencadeia um enfraquecimento da moeda nacional, isto é, uma desvalorização da taxa de câmbio, sendo que esta, por sua vez, acentua ainda mais o problema do endividamento. Assim, uma crise cambial pode surgir como resultado do aumento da fragilidade financeira do país (GABRIEL e BAHRY, 2010, p. 62).

No entanto, para Kregel (2004), não é apenas o endividamento de curto prazo que é apontado como criador de instabilidade financeira externa. A própria estratégia de crescimento dependente de financiamento externo pode causá-la, pois quando os capitais externos não são usados para investimentos que criam receitas líquidas em divisas, o país estará sujeito à manutenção de uma taxa constante de ampliação na entrada de capitais e, assim, ele torna-se refém de mercados financeiros. Nesse sentido, a constante elevação da entrada de capitais externos imposta aos países que adotam estratégias de crescimento com financiamento externo significa que haverá crescente de dívida externa. Com isso, essas estratégias podem se configurar em um esquema *Ponzi* de financiamento, que intensifica a fragilidade financeira e produz crises e/ou reversão de fluxos de recursos, causando danos ao crescimento.

Ainda em linha com a HIF para economias abertas, Galbraith (2008) faz adaptações para levá-la para o campo das relações internacionais, utilizando as posturas *Hedge*, *Especulativa* e *Ponzi* para descrever as interações econômicas, políticas e militares entre as nações, que passam a serem as unidades de análise. Assim, a instabilidade nas relações internacionais advém da alternância de comportamento das unidades analisadas. Nações que disputam para obter vantagens econômicas e tecnológicas em um ambiente global estável podem ser consideradas *Hedge*, à medida que contam com fluxo de caixa futuro para assegurar o cumprimento de seus compromissos. As incertezas que essas unidades enfrentam são as que se relacionam às suas próprias condições materiais, considerando o ambiente competitivo, no qual elas se encontram inseridas. Já o comportamento *Especulativo* associa-se à utilização do poder (militar, geralmente) por parte de uma potência hegemônica para ampliar sua influência, diante de outras nações. O viés desafiador do comportamento *Especulativo* pode gerar reações dentro do sistema, como uma corrida armamentista ou um surto de violência, cujas implicações financeiras podem ser bastante expressivas. Assim, a transição da

posição Especulativa para a *Ponzi* não está sob o controle das nações (assim como na análise de empresas), uma vez que depende das reações que surgem dentro do sistema, em decorrência das tensões criadas por comportamentos Especulativos. Nas palavras de Galbraith,

Em um modelo de burocracia ou política, o comportamento de risco de uma entidade pode emergir de ambientes estáveis, em consequência das ações de *players* individuais, que se tornam mais encorajados a testar os limites tradicionalmente colocados para o comportamento, por convenção, ética, regulamento ou lei (2008, p. 23).

Embora para âmbito doméstico, outra extensão da HIF de Minsky é a de Terra e Ferrari Filho (2011) que consistiu na criação de um Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro (IFFSPB), o que subsidiou a classificação da estrutura financeira das contas públicas brasileiras, no período de 2000 a 2009. Os autores consideram que a análise da HIF aplicável ao setor público do Brasil é justificada, dentre diversos fatores, pelo Brasil possuir uma economia aberta e não ser detentor de moeda conversível e, portanto, emite pouca dívida externa em sua própria moeda, o que torna relevante examinar o comportamento das finanças públicas no decorrer do tempo.

Nesse sentido, a postura *Hedge* se dá quando as receitas totais do setor público são superiores aos seus gastos correntes e financeiros. Ao passo que, quando o referido setor possui receitas totais em montante superior apenas aos seus gastos correntes, ele assume postura Especulativa. Já a postura *Ponzi* do setor público ocorre quando ele não consegue cobrir nem mesmo seus gastos correntes e, assim, parte das amortizações e juros das dívidas que possui. Assim, essa estrutura financeira impõe constante refinanciamento do estoque da dívida. Definida a metodologia de classificação à lá teoria de Minsky, a análise empírica permitiu aos autores supracitados inferir que o setor público brasileiro assumiu postura Especulativa durante todo o período analisado, o que o situou numa condição de crescente necessidade de endividamento. O problema apontado é que o crescente endividamento torna mais difícil a rolagem ao longo do tempo, o que, ao gerar encargos financeiros maiores, contribui para a própria piora da posição Especulativa.

Por fim, a análise de Paula e Alves Jr. (1999), que será detalhada no capítulo 3, também se situa como ampliação da HIF para economias abertas, já que os autores buscaram avaliar a fragilidade financeira externa do Brasil após a implantação do Plano Real. Para tanto, eles construíram um Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE),

para que fosse possível analisar as consequências das medidas adotadas quando da implantação do Plano Real, principalmente a âncora cambial somada à estratégia de manutenção de juros altos e abertura financeira. Para os autores, os efeitos das medidas teriam contribuído para o aumento da fragilidade financeira externa, uma vez que aumentou a dependência de obtenção de financiamentos externos para sustentar os déficits em conta corrente e as reservas internacionais em nível suficiente para administração cambial.

Como é possível perceber a HIF de Minsky pode ser utilizada em diferentes abordagens e áreas do conhecimento. Pode também ser utilizada tanto em análises econômicas e financeiras de âmbito doméstico quanto às relacionadas ao setor externo, sendo necessárias algumas adaptações, como as feitas nesse trabalho. Antes de adentrarmos a construção do Indicador, discutiremos alguns condicionantes da dinâmica do setor externo no período analisado que embasarão a análise via aplicação do IFFE.

CAPÍTULO 2 - CONDICIONANTES DA DINÂMICA DO SETOR EXTERNO BRASILEIRO

Esse capítulo faz um breve exame dos fatores, mudanças institucionais e acontecimentos no Brasil e no resto do mundo que tiveram importância para o comportamento do setor externo do País no período analisado. Intenciona-se contextualizar o cenário sobre o qual se fará a aplicação do IFFE que será desenvolvido no terceiro capítulo. O recorte temporal que se terá é o período pós-1994, coincidente àquele no qual se aplicará o referido Indicador. Por tratar de uma história já bastante relatada, opta-se por deixar um *overview* apenas dos principais fatores estruturais do setor externo nacional. Os elementos conjunturais serão analisados no capítulo seguinte, a partir do IFFE.

A dinâmica do setor externo brasileiro no período analisado se dá em reflexo ao movimento de globalização, que pode ser definido como uma ordem econômica caracterizada pela progressiva eliminação das restrições à mobilidade de capitais. Isso foi levado a cabo mediante o crescente aumento dos fluxos de capitais internacionais nos anos 1980, os quais extrapolaram a necessidade de financiamento externo dos países, passando a assumir valores bem superiores aos déficits em conta corrente (CARNEIRO, 1999).

No entanto, os países periféricos, principalmente da América Latina, ficaram excluídos do que Carneiro (1999) chamou de primeira etapa da globalização, que diz respeito à década de 1980, diante do contexto da crise da dívida que se instalou nesses países, o que provocou um intenso movimento de racionamento de recursos externos para eles. Foi apenas na década de 1990 que as maiores economias da América Latina e Ásia assumiram posição de destaque para os fluxos financeiros internacionais, devido à instituição de seus processos de liberalização da conta capital e, principalmente, como consequências da atratividade propiciada pelos altos rendimentos que os seus mercados financeiros ofereciam via elevadas taxas de juros para a administração cambial feita por vários países dessa região.

Nesse contexto, o processo de abertura econômica no Brasil, realizado a partir de fins dos anos 1980 e intensificado à época do Plano Real (1994), contou com uma política de crescimento com base na poupança externa, ou seja, via atração de capital estrangeiro, a fim de atingir um dos objetivos do governo que era a modernização da economia brasileira, sobretudo de sua estrutura produtiva. Essa estratégia foi adotada

em oposição ao antigo modelo de substituição de importações que era considerado o criador de uma estrutura econômica com graus de proteção e estatização excessivos, característica apontada como geradora de ineficiência (FRANCO, 1996). Não obstante, a atração de capital externo também era importante para a manutenção da âncora cambial, um dos principais instrumentos utilizados pelo Plano Real para lidar com a crônica inflação alta enfrentada pelo Brasil desde a década de 1980.

Seguindo a divisão feita por Souza (1999), é possível descrever quatro fases da política cambial vigente pós-Plano Real. Na primeira, que ocorreu nos três primeiros meses do Plano, de julho a setembro de 1994, houve relativa flexibilidade cambial, com o Banco Central (de agora em diante, BACEN) evitando intervir no mercado de câmbio, o que resultou em uma valorização nominal do câmbio, em decorrência do excesso de dólares no mercado cambial. Em resposta a esse processo, em outubro do mesmo ano inicia-se a segunda fase, com interferência do BACEN no mercado de câmbio, fixando a cotação em R\$ 0,84/US\$, era a época da flutuação assimétrica, que permitia o real flutuar até o teto de US\$ 1. A terceira fase, marcada por uma mididesvalorização em cerca de 6% no câmbio no seu primeiro mês, têm início em março de 1995, em decorrência da queda dos fluxos de capitais como efeito da crise cambial mexicana. Após essa mididesvalorização, verifica-se certa indefinição na política cambial por alguns meses até que as desvalorizações convergem para um patamar estável em torno de 0,6% ao mês, caracterizando a quarta fase, que perdura até a flexibilização cambial.

Essas medidas possibilitaram que o Brasil enfrentasse a crise mexicana – contando também com as divisas advindas do programa de privatizações - com estabilidade e sem mudar o seu regime cambial. Entretanto, o agravamento da crise asiática no final de 1997 e o *default* da Rússia em agosto de 1998, tiveram grandes efeitos restritivos sobre os fluxos de capitais para os países periféricos. Nesse contexto, o Brasil passou a ser alvo de especulações de que não conseguiria manter sua administração cambial, o que provocou uma intensa fuga de capitais do País, pois os investidores temiam uma forte desvalorização do Real. Em resposta, o governo brasileiro anunciou um pacote de medidas, que incluía um aporte de recursos provenientes do Fundo Monetário Internacional (FMI), organizações multilaterais e Tesouros dos países centrais, além de elevação das taxas de juros, rígido ajuste fiscal e manutenção da política cambial vigente (AVERBUG, GIAMBIAGI, 2000). Porém, estas medidas não foram capazes de estancar a massiva fuga de capitais, deprimindo radicalmente o nível das reservas internacionais. Assim, a alternativa para o BACEN

foi deixar o câmbio flutuar em janeiro de 1999, marcando o fim do regime de câmbio administrado⁵.

O regime de câmbio instituído permitia interferências do BACEN em caso de “flutuações desordenadas”, o que – na prática – caracterizou um regime de flutuação suja, modalidade que se tornou comum aos países periféricos pós-crises financeiras e cambiais características da década de 1990. Poucos meses depois da adoção do câmbio flutuante, entrou em vigor formalmente o regime de metas de inflação em junho de 1999, o que também foi importante para a volta dos fluxos financeiros ao Brasil, que haviam se reduzido bastante em resposta à crise asiática.

A desvalorização do câmbio após o abandono da âncora cambial foi favorável à evolução da BC que passou a ser superavitária em 2002, condição que perdurou até 2009, bem como a melhora dos ciclos de liquidez em direção aos países periféricos no início da década de 2000 permitiram que o Brasil adotasse a estratégia de acúmulo de reservas internacionais a partir de 2004. A intenção era fazer o País se resguardar de riscos associados à vulnerabilidade externa (PRATES, 2010).

Outras mudanças institucionais, levadas a cabo após a implantação do câmbio flutuante, também condicionaram o incremento do volume de recursos observado nas contas capital e financeira, a exemplo da resolução 2.689 (BACEN, 2000), que

flexibilizou as aplicações dos investidores estrangeiros nos mercados de ações e de títulos de renda fixa, bem como permitiu o seu acesso, sem restrições, ao mercado organizado de derivativos financeiros domésticos (na Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F). Até então, esse acesso era limitado às operações de proteção das posições desses investidores nos mercados à vista em ações e renda fixa (PRATES, 2010, p. 13).

O processo de integração financeira do Brasil continuou se aprofundado na segunda metade da década de 2000, quando foram tomadas medidas no sentido da maior exposição da conta de capitais, a exemplo da isenção de imposto de renda sobre aplicações em títulos públicos e fundos de capital de risco para investidores estrangeiros, e do pagamento do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) para emissões de ações em caráter primário. Outra medida importante foi o fim das contas CC5, de não residentes, que eram mantidas pelas instituições financeiras e

⁵ O Brasil “assistiu, então, a um caso de *overshooting* digno de livro-texto. Antes da mudança cambial, a taxa era de R\$ 1,21/US\$. No dia 14 de janeiro, estava no teto da banda: R\$ 1,32/US\$. No final de janeiro, atingiu R\$ 1,98/US\$ e no início de março – auge da desvalorização – chegou a R\$ 2,16/US\$” (AVERBUG e GIAMBIAGI, 2000, p. 17).

utilizadas para o envio de recursos para o exterior, o que permitiu maior liberdade ao movimento de capitais. Além disso, ocorreu a unificação dos mercados de câmbio – livre e flutuante – em 2005 e a flexibilização da cobertura cambial nas exportações em 2006⁶.

Após 2008, quando houve a eclosão da crise econômica internacional, a política cambial brasileira tornou-se mais intervencionista, inicialmente para combater os efeitos da crise e, pós-2011, para buscar elevar a competitividade da indústria nacional, com uma desvalorização cambial promovida via uso de *swaps* cambiais. Neste período, a estrutura da política cambial foi, pode-se dizer, irregular, com a colocação e retirada de medidas *vis-à-vis* o ciclo internacional. Prova é que se assistiu, como será mais claramente analisado no capítulo a seguir, a substituição do IC pelo investimento direto (ID) devido à elevação em outubro de 2010 do Importo sobre Operações Financeiras (IOF) de 2% para 6%, em aplicações em renda fixa e empréstimos externos de até 2 anos. No entanto, essa política foi revertida em junho de 2013, quando ocorreu a retirada do IOF sobre investimentos estrangeiros em renda fixa e derivativos, além da realização de leilões de dólar no mercado futuro (*swap* cambial).

Por fim, como é possível perceber, os fatores condicionantes da dinâmica do setor externo brasileiro se devem tanto às variáveis internas, quanto externas. A taxa de câmbio exerce grande influência ao impactar no volume de exportações, importações e, consequentemente, no saldo da BC e transações correntes (de agora em diante, TC), além de ser de grande importância para o nível de inflação e entrada de capitais externos. Os últimos, por sua vez, também respondem a fatores externos que condicionam os ciclos de liquidez, aos quais as economias periféricas estão subordinadas, ao dependerem desses recursos para o fechamento de seus BP, os ciclos reflexos apontados por Resende e Amado (2007). A própria taxa de câmbio flutuante, como coloca Prates (2010) possui seus condicionantes internos e externos, uma vez que a liquidez internacional subordina as políticas para a manutenção do regime nas economias periféricas com grau de abertura financeira elevada, como é o caso do Brasil. Ao mesmo tempo, o grau de abertura também pode ser situado como um condicionante interno importante.

⁶ Com essa última medida passou a ser permitido que os exportadores mantivessem no exterior até 30% da receita de exportações (antes era obrigatória a cobertura cambial de 100% das exportações). A exigência de cobertura cambial foi retirada totalmente em 2008 com a resolução 3.548 (CMN, 2008) quando foi permitido aos exportadores manterem no exterior 100% dos recursos recebidos (BACEN, 2015).

Feito o panorama geral da dinâmica do setor externo após a abertura econômica e a implantação do Plano Real, se faz necessário aferir o grau a fragilidade financeira do País ao longo de todo este período. Isso será feito com a utilização do Indicador de Fragilidade Financeira Externa (IFFE) a ser desenvolvido no próximo capítulo.

CAPÍTULO 3 - INDICADOR DE FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA

Esse capítulo trata da exposição de dados acerca do setor externo brasileiro para o período compreendido entre o 1º trimestre de 1995 e o 3º trimestre de 2016. Além disso, são apresentados o IFE desenvolvido no artigo seminal de Paula e Alves Jr. (1999) e o Indicador construído nesse trabalho. Assim, será possível aferir, ancorado nas posturas financeiras da HIF de Minsky (1986), o grau de fragilidade financeira externa do Brasil no período analisado.

3.1 O Índice de Fragilidade Financeira Externa (IFE)

O IFE (PAULA e ALVES JR., 1999, p. 79) objetiva averiguar a condição de fragilidade financeira do Brasil em relação ao setor externo, o que os autores definem a partir de quanto “maiores (ou menores) forem as necessidades de que uma economia tenha de recorrer ao mercado financeiro internacional para renegociar posições financeiras em aberto, mesmo que com taxas de juros e prazos desfavoráveis”. Em termos específicos, os autores analisaram as consequências das medidas adotadas quando da implantação do Plano Real, principalmente a âncora cambial e a estratégia de juros altos com abertura econômica. Dentre as críticas apontadas em relação à condução do Plano, uma das mais importantes é a política de juros elevados, que teria contribuído fortemente para a atração de capitais externos de curto prazo, em montante bastante superior às necessidades de financiamento do BP, ampliando as reservas internacionais, porém com capital volátil.

Tal cenário induziu a apreciação real do câmbio que, por sua vez, produziu dois efeitos: i) déficits na BC, devido à ampliação das importações (ligada também à liberalização comercial) e ii) aceitação de compromissos em moeda estrangeira, boa parte concentrados no curto prazo, exigindo uma busca constante de recursos para refinanciá-los. Os efeitos teriam contribuído para o aumento da fragilidade financeira externa, uma vez que a dependência de obtenção de financiamento externo aumentou para sustentar os déficits em conta corrente e as reservas internacionais em nível suficiente para evitar uma crise do BP (PAULA e ALVES JR., 1999).

Considerando que o grau de fragilidade de um país está relacionado à capacidade de pagamento de suas obrigações em moeda estrangeira, o que claramente depende do perfil delas, os autores elaboraram o IFE, a fim de comparar as obrigações

em moeda estrangeira tanto reais (importações, despesas com juros e outros serviços e amortização) quanto financeiras (estoque de capitais de curto prazo e estoque de investimento líquido em portfólio), com a capacidade de pagamento externo do País. A seguir, a fórmula do índice.

$$IFE = \frac{M + D_j + A + CCP_{-1} + PLA_{-1}}{X + R_j + R_{OS} + RE_{-1} + I_d + E_{ML}} \quad (1)$$

Sendo:

M = importações;

X = exportações;

D_j = despesas com juros;

D_{OS} = despesas com outros serviços;

R_j = receita com juros;

R_{OS} = receita com outros serviços;

A = amortização de empréstimos;

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

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

RE₋₁ = reservas internacionais acumuladas até o período anterior;

I_d = entrada de divisas correspondentes aos investimentos diretos;

E_{ML} = empréstimos de médio e longo prazo.

Assim, quanto maior o valor do índice, mais elevada é a propensão de um país ser afetado por mudanças na conjuntura internacional e, como consequência, menor é a capacidade que ele possui de cumprir compromissos financeiros imediatos, o que gera maior dependência de refinanciamento externo ou impõe a “queima” de suas reservas internacionais (PAULA e ALVES JR., 1999).

O IFE foi aplicado aos dados do BP brasileiro, considerando o período que compreende o 2º trimestre de 1992 até o 4º trimestre de 1997. Dentre os resultados encontrados, está a relação negativa entre o valor do IFE e o saldo da BC, o que já era esperado, uma vez que desde o início do Plano Real (1994) observa-se a deterioração daquela variável, fenômeno que, segundo os autores, guarda relação com a apreciação cambial. Nesse contexto, o maior valor do IFE mostra uma tendência à ampliação da fragilidade financeira, diante da diminuição do saldo da BC, além da entrada de capitais,

sobretudo devido à apreciação cambial, altas taxas de juros internas e abertura financeira. Esse resultado é apontado pelos autores como elemento que confirma a hipótese de que o câmbio vigente nos três anos e meio iniciais do Plano era inadequado às características da economia brasileira, devido aos déficits crescentes na conta corrente, cujo financiamento de longo prazo foi incapaz de impedir a ampliação da fragilidade financeira externa, pois o ingresso de capitais de longa maturação não foi eficiente na geração de divisas em nível necessário para cumprir com as obrigações em moeda estrangeira do País (PAULA e ALVES JR., 1999).

Assim, o comportamento geral do IFE pode ser resumido em quatro períodos:

1º período (2º trimestre de 1992 até o fim do 2º trimestre de 1994): com relativa estabilidade da fragilidade financeira externa e superávits comerciais;

2º período (3º trimestre de 1994 até o primeiro trimestre de 1995): marcado, no início, pela introdução do Real, como nova moeda, acompanhado da ampla liberalização das importações. O final do período se dá no contexto do chamado *Efeito Tequila*, consequência da crise mexicana.

3º período (2º trimestre de 1995 até o final do 3º trimestre do mesmo ano): observa-se uma rápida e breve recuperação do saldo comercial, permitindo uma breve queda da fragilidade;

4º período (4º trimestre de 1995 até o 4º trimestre de 1997): destaca-se esse período pela continua elevação da fragilidade financeira externa, como consequência dos elevados déficits na BC e de serviços.

Assim, a evolução do IFE apresenta evidências de ampliação da fragilidade financeira externa do Brasil durante o Plano Real porque o País precisou constantemente de refinanciamento externo para cumprir com as obrigações em moeda estrangeira. O IFE possibilitou, portanto, a sustentação da hipótese dos autores de que a apreciação cambial verificada no Plano Real, que contribuiu fortemente para os crescentes déficits comerciais, junto com a política de juros que atraíram capital estrangeiro de forma massiva - sobretudo de curto prazo - gerou a ampliação da fragilidade financeira externa do País no período analisado.

No entanto, observam-se alguns problemas na construção do índice, sobretudo a ausência de parâmetros para a classificação da postura financeira do País em relação às contas externas com base no que foi descrito por Minsky (1986). Além disso, se observa a mistura de variáveis de fluxo (importações e exportações, por exemplo) com estoque, como as reservas internacionais, o que pode se tornar um problema já que os estoques

resultam do movimento dos fluxos, os quais, inclusive, podem fazer com que os estoques se elevem ou reduzam rapidamente, como ocorreu na crise cambial pela qual o Brasil passou em 1999. Assim, entende-se que a análise da fragilidade financeira externa deve ocorrer via investigação do comportamento dos fluxos, pois serão eles que implicarão um determinado estoque sustentável ou não, como o de reservas internacionais ou do passivo externo líquido. Neste sentido, por exemplo, um conjunto de reservas internacionais pode ser rapidamente liquidado quando um país incorre em uma postura *Ponzi*, de forma que não será o contingente de reservas que se somará para dizer se o dito país é ou não *Ponzi*, mas os fluxos que podem drenar (ou acrescentar) reservas cambiais.

3.2 O Indicador de Fragilidade Financeira Externa (IFFE)⁷

O Indicador construído nesse trabalho visa averiguar em que nível esteve a fragilidade financeira externa do Brasil, no período entre o 1º trimestre de 1995 ao 3º trimestre de 2016, a fim de contribuir com a literatura existente acerca do tema e, sobretudo, oferecer parâmetros para a classificação da fragilidade de acordo com as posturas financeiras de Minsky (1986). Os dados utilizados para a construção do IFFE são os referentes às contas externas do Brasil, registradas no BP e disponíveis no banco de dados do Banco Central do Brasil. Assim, serão selecionadas algumas contas do BP, a fim de construir um indicador que possa aferir o grau de fragilidade financeira a que o País esteve submetido no período pós-1995.

A opção pelo período supracitado se dá pelo interesse na investigação da fragilidade financeira externa diante da implantação do Plano Real (1994) e também devido à mudança de metodologia de cálculo das contas externas brasileiras, que ocorreu em 2015, com efeito retroativo nos dados a partir de 1995. Assim, este trabalho está adequado à sexta edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento (BPM6), do Fundo Monetário Internacional (FMI).

O BPM6 apresenta algumas modificações em relação à metodologia anterior. Uma delas é a inserção da subconta “balança comercial (bens) e serviços” dentro de TC, dando a opção de se considerarem os saldos da balança comercial (bens) e o saldo da

⁷ Optou-se pelo nome Indicador pelo fato da análise geral do IFFE se dar em função dos sinais de seus termos, os quais indicam as posturas financeiras, e não via números-índices.

subconta de serviços de modo conjunto. Nesse trabalho, opta-se por utilizar separadamente os saldos dessas duas rubricas, para que seja possível verificar o impacto de cada subconta, de modo individual, no saldo em TC e, portanto, no resultado global do BP. Assim, as menções à BC devem ser aqui entendidas como transações de bens com o resto do mundo.

Outra modificação importante é que o BPM6 insere o saldo do BP na conta financeira (doravante, CF), são os ativos de reserva. Dessa forma, um déficit no resultado global do BP implica em “queima” de ativos de reserva e, portanto, sinal negativo nessa rubrica. Assim, ao utilizar-se o saldo da CF para fins de se medir a fragilidade financeira, é preciso averiguar o fluxo de recursos externos e, então, é necessário excluírem-se os ativos de reserva, por ser uma variável de estoque resultante das transações do BP.

A metodologia anterior, a BPM5, registrava saídas de recursos com sinal negativo e entradas com sinal positivo. Com a modificação na convenção de sinais trazida pela BPM6, tanto as transações de entrada quanto as de saída são registradas com sinal positivo. Assim, exportações, importações, receitas e despesas de rendas e de transferências, além de aumentos em ativos e passivos, recebem sinal positivo (BACEN, 2014). O que pode ser negativo é apenas o saldo final, pois é composto por receitas *menos* despesas, no caso de TC e conta capital, e por ativos *menos* passivos - em relação às rubricas da CF.

A mudança na convenção de sinais não impactou nos saldos finais das contas TC e capital, pois a BPM5 registrava receitas *mais* despesas inserindo as despesas com sinal negativo, o que, em termos práticos, gera o mesmo resultado da subtração dos dois termos com sinal positivo, feita pela BPM6. No entanto, no que diz respeito às rubricas da CF houve uma modificação importante, visto que entradas líquidas de capital estrangeiro passaram a ter sinal negativo, ao contrário da metodologia anterior.

Na BPM5, os saldos das subcontas da CF eram obtidos com a seguinte operação: entrada de capital, ou seja, investimento estrangeiro no Brasil *mais* saída de capital, que se referia a investimento brasileiro no exterior, essa última era registrada com sinal negativo. Assim, entradas líquidas de capital (quer dizer que o País recebeu mais recursos nessa conta do que enviou para o exterior) tinham sinal positivo. A nova metodologia apresenta os saldos das subcontas da CF fazendo a seguinte operação: aquisição líquida de ativos financeiros, ou seja, investimento brasileiro no exterior *menos* incidência líquida de ativos financeiros, que são os investimentos estrangeiros no

Brasil, o que faz com que as entradas líquidas de recursos fiquem com sinal negativo. O Quadro 2 resume as mudanças na convenção de sinais .

Quadro 2 - Convenção de sinais BPM6 e do BPM5

Contas do BP	BPM6	BPM5
Receitas TC	+	+
Despesas TC	+	-
Saldo em TC	Receitas – despesas	Receitas + despesas
Aquisição líquida de ativos financeiros (no BPM5, saída líquida de capitais brasileiros)	+	-
Incidência líquida de passivos financeiros (no BPM5, entrada líquida de capitais estrangeiros)	+	+
Concessões líquidas (+) / captações líquidas (-) (saldo da CF)	Aquisição líquida de ativos financeiros – incidência líquida de passivos financeiros	Entrada de capital + saída de capital

Fonte: BACEN (2014).

As contas selecionadas para a construção do IFFE são: TC e CF. A escolha se deve à intenção de demonstrar como o Brasil obteve as divisas necessárias para executar transações e cumprir obrigações com o resto do mundo, ou seja, se utilizou divisas próprias – via superávit em transações correntes -, bem como Investimento Direto que embora não próprias, são, em tese, mais estáveis, ou se o fez utilizando fluxos eminentemente financeiros.

Utiliza-se para compor o numerador do IFFE, os saldos das subcontas da CF (exceto ID e ativos de reserva), representando os fluxos de recursos menos estáveis, por serem mais subordinados aos níveis de liquidez internacional, dentre outros fatores externos e internos e, portanto, mais propensos a exercer pressão sobre o BP via ataques especulativos contra a moeda doméstica, por exemplo. São eles: i) IC; ii) Derivativos (D) e; iii) Outros Investimentos (OI) - a soma dessas três rubricas será aqui denominada fluxos financeiros. O Quadro 3 apresenta um resumo das contas utilizadas para o cálculo do Indicador.

Quadro 3 - Resumo das contas do BP selecionadas

1. Transações Correntes
1.1 Balança Comercial
1.2 Serviços
1.3 Renda Primária
1.4 Renda Secundária
2. Conta Financeira
2.1 Investimento Direto
2.2 Investimento em Carteira
2.3 Derivativos
2.4 Outros Investimentos
2.5 Ativos de reserva

Fonte: elaboração do autor com base no Quadro 2 do BPM6 (BACEN, 2016).

Os saldos consideram entrada *menos* saída de recursos, sendo as entradas líquidas, ou seja, quando o País recebeu mais recursos do que enviou ao exterior, precedidas do sinal de (-), enquanto as saídas líquidas, do sinal de (+), seguindo a metodologia do BPM6, já descrita no Quadro 2. A única exceção é a subconta ID que, para efeitos de cálculo do IFFE, teve o sinal invertido. Por meio do exemplo abaixo, pode-se entender a razão para tal mudança.

Supondo-se (em unidades monetárias “\$”) um déficit de \$ 100 em TC e entrada líquida de ID no valor de \$ 120. Na metodologia BPM5, o saldo em TC + ID seria:

$$\text{\$ - 100 (TC) + \$ 120 = \$ 20.}$$

Enquanto na BPM6, o resultado de TC + ID seria:

$$\text{\$ -100 (TC) - \$ 120 = \$ - 220.}$$

Dessa forma, não seria possível verificar que o déficit em TC foi coberto por entrada líquida de ID, como no exemplo. Dessa forma, entradas líquidas de ID foram registradas com o sinal (+) e as saídas com (-), tal como era antes da mudança de metodologia. Isso foi feito para que seja possível averiguar se um eventual déficit em TC, por exemplo, foi superado por entrada líquida de ID, importante para avaliar a posição financeira assumida pelo BP.

Assim, no denominador, foi inserido o saldo de TC e o saldo do ID, representando a disponibilidade de moeda estrangeira no País que é dólar ou próprio ou, ao menos em tese, mais estável⁸. Com isso, o objetivo é contrapor a disponibilidade de

⁸ Em tese, pois sabe-se que podem existir transações entre matriz e filial(is) na conta ID que dedicam-se

recursos provenientes de fluxos eminentemente financeiros (menos estáveis) à capacidade de gerar superávit em TC + ID, a fim de averiguar se são superávits em TC ou ID, ou seja, divisas próprias ou mais estáveis do País, ou se são os fluxos financeiros, os que mais participam dos saldos finais do BP.

Nesse sentido, baseado em i) nas contas do BP que seguem o BPM6 e ii) nas ditas relações de transações externas mais estáveis (TC e ID) e mais voláteis, IC, D e OI, o IFFE aqui proposto possui a seguinte fórmula:

$$\text{IFFE} = \frac{\text{IC} + \text{D} + \text{OI}}{\text{TC} + \text{ID}} \quad (2)$$

A classificação conforme as posturas financeiras apontadas por Minsky (1986) será feita colacionando os sinais dos resultados fornecidos pelo Indicador e os observados nos termos da razão que ele estabelece. Assim, se em determinado período verificar-se que o sinal do Indicador é positivo e os sinais tanto do numerador quanto do denominador dele também o são, então a postura das contas externas poderá ser considerada *Hedge* ou Especulativa, a depender do valor do IFFE. Isso se dará da seguinte forma:

- i) Se o valor do Indicador for menor ou igual a 1, a classificação será *Hedge*, pois isso significa que houve saída líquida de recursos mais voláteis (numerador positivo) num montante inferior ou igual ao saldo positivo em TC + ID, indicando que a pressão exercida pela saída de fluxos financeiros é contrabalanceada pela entrada de dólar próprio ou mais estável, o que confere posição de maior estabilidade para as contas externas;
- ii) Será Especulativa, caso o valor do IFFE for maior que 1, demonstrando que a saída líquida em fluxos financeiros foi superior à entrada de dólar próprio ou mais estável, havendo “queima” de reservas.

A postura também será Especulativa se o sinal do Indicador for positivo, mas isso decorrer de numerador e denominador negativos, já que significa que o País não acumulou dólar próprio ou mais estável via superávit em TC + ID, contando mais expressivamente com entrada líquida de fluxos financeiros, mais voláteis, para o financiamento das transações do BP.

ao aproveitamento de diferenciais de juros para ganhos não operacionais, de forma que, de fato, nem todo recurso ingressante via ID é sempre estável ou de mais longo prazo.

Caso o sinal do IFFE seja negativo, também há duas possibilidades de classificação: i) *Hedge*, se o sinal negativo estiver ocorrendo em decorrência de um numerador negativo, o que quer dizer que houve entrada líquida de fluxos financeiros, mas o denominador (TC + ID) foi positivo, ou seja, a margem de segurança é razoável, pois há, também, divisas próprias e/ou mais estáveis para arcar com os compromissos em moeda estrangeira. ii) *Ponzi*, caso o numerador seja positivo e denominador negativo indicando que há déficit em TC + ID que não foi financiado nem mesmo via entrada de recursos financeiros, pois o saldo positivo desses fluxos indica que houve saída líquida de divisas por essas rubricas.

Quadro 4 - Classificações gerais do IFFE conforme as posturas de Minsky

Sinal da razão	Sinais dos termos da razão	Classificação
+	+/+	<i>Hedge</i> , se $IFFE \leq 1$
+	+/+	Especulativa, se $IFFE > 1$
-	- / +	<i>Hedge</i>
+	- / -	Especulativa
-	+/-	<i>Ponzi</i>

Fonte: Elaboração do autor

Feita a exposição das posturas gerais, é necessário complementar com uma subclassificação da postura *Hedge* com IFFE negativo, já que há diversos períodos nos quais embora se verifique superávit nos fluxos estáveis, isto é, TC + ID, a entrada via fluxos financeiros supera – muitas vezes, em larga medida – esse saldo positivo, o que indica que, apesar do financiamento do BP e a eventual constituição de reservas estarem contando com recursos próprios e/ou mais estáveis, há também uma grande participação de fluxos voláteis, que pode comprometer a robustez da posição *Hedge*, já que esses recursos podem se reverter rapidamente, com os fluxos estáveis em nível insuficiente para sustentar a saída deles. Assim, definem-se três tipos de *Hedge* com IFFE negativo:

- i) *Hedge* equilibrado, quando o valor do IFFE é -1, ou seja, quando a entrada líquida de fluxos financeiros se dá em montante igual ao saldo positivo em TC + ID;
- ii) *Hedge* robusto, caso o superávit nos fluxos estáveis seja superior à entrada líquida de fluxos financeiros, ou seja, se o valor do IFFE for maior que -1 e menor que 0;
- iii) *Hedge* fraco, quando o valor do Indicador é menor que -1, o que significa que a entrada líquida em fluxos financeiros é superior ao saldo positivo em fluxos estáveis.

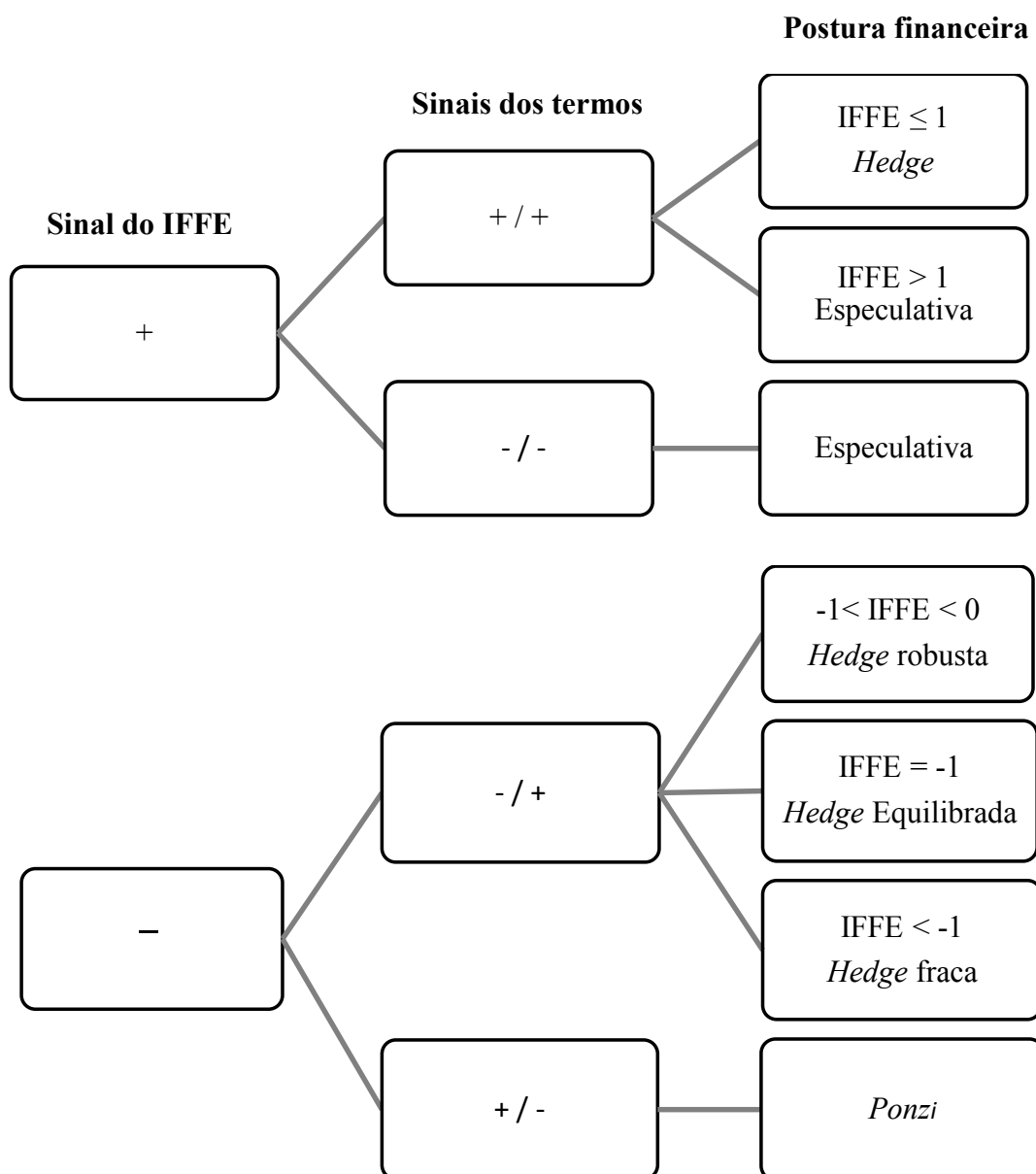
Quadro 5 - Subclassificação da postura *Hedge* com sinal do IFFE negativo

Valor	Postura financeira
$-1 < \text{IFFE} < 0$	<i>Hedge</i> robusto
$\text{IFFE} = -1$	<i>Hedge</i> equilibrado
$\text{IFFE} < -1$	<i>Hedge</i> fraco

Fonte: elaboração própria

Os parâmetros que diferenciam a postura financeira *Hedge* no caso do IFFE negativo são importantes, pois permitem uma análise mais precisa da fragilidade financeira externa, ao demonstrar que nem mesmo um comportamento *Hedge* – o mais estável das posturas financeiras - é imutável, tal como estabelece a teoria minskyana. Para maior clareza da parametrização estabelecida, a Figura 1 sintetiza a metodologia de classificação das posturas financeiras para o setor externo.

Figura 1 – Síntese da metodologia de classificação das posturas financeiras



Fonte: elaboração do autor

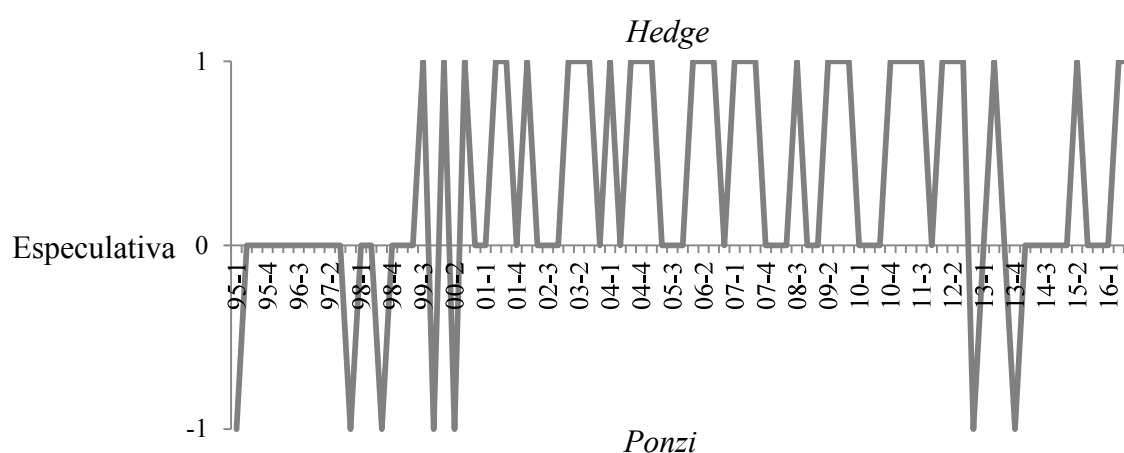
3.3 Aplicação do IFFE: uma análise geral e ano a ano

A análise via IFFE será feita ano a ano, com a classificação da postura financeira do BP para os trimestres, bem como para os anos do período supracitado. Os dados apresentados nessa seção foram retirados da série histórica do BPM6, disponível na plataforma do BACEN. As taxas de variação em relação às contas/subcontas do BP foram calculadas pelo autor com base também nos dados do BACEN. Assim, a

referência será sempre BACEN (2016), salvo dados de outra origem, cuja fonte será citada, na ocasião em que forem expostos.

Os resultados do IFFE para o período 1995 a 2016 estão expressos no Gráfico 1. Houve a predominância da postura Especulativa - 45 dos 87 trimestres analisados. As razões para tanto serão discriminadas, ano a ano, abaixo. Para efeito de simplificação da apresentação gráfica dos resultados do IFFE, foram atribuídos valores às posturas de Minsky, da seguinte forma: 1 para *Hedge*; 0 para Especulativa; -1 para *Ponzi*.

Gráfico 1 - Posturas financeiras gerais do BP, segundo metodologia aplicada, 1º trimestre de 1995 ao 1º trimestre de 2016



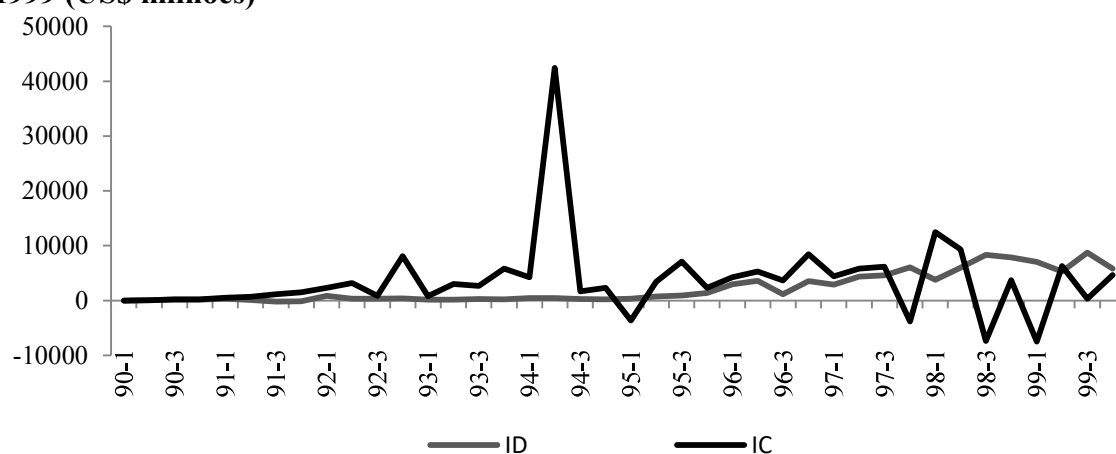
Fonte: elaboração do autor

De 1995 a 1998: postura Especulativa

No primeiro ano de análise, evidenciou-se o déficit na BC, inflexão que ocorreu a partir do último trimestre de 1994, devido, sobretudo, à conjugação dos efeitos da abertura comercial com câmbio apreciado. Assim, observa-se que as importações cresceram a taxas bem superiores às exportações – no acumulado dos quatro trimestres de 1995, as exportações de bens cresceram cerca de 9% em relação ao ano anterior, enquanto as importações subiram quase 34%. Além disso, a balança de serviços também aprofundou seu déficit em 26%, o que contribuiu para a crescente deterioração do saldo em TC a partir de então, que passou de US\$ 3,8 bilhões em 1990 para US\$ 18,4 bilhões em 1995, primeiro ano após a implantação do Plano Real. Apesar do expressivo crescimento dos serviços, sobretudo amortização de dívida externa, foi o déficit da BC que mais contribuiu para a deterioração em TC durante os quatro trimestres do ano.

Em relação aos fluxos de capitais, houve saída líquida do IC no primeiro trimestre do ano - após o pico registrado depois da implantação do Plano Real, bem como da política de altos juros e câmbio administrado – no contexto da crise mexicana, iniciada no final do ano de 1994, e o contágio dela para os países emergentes, o chamado “Efeito Tequila”. No entanto, as políticas de atração de capitais externos (elevação de juros e estabelecimento de uma banda cambial explícita, como já apontado no segundo capítulo) implementadas pelo governo brasileiro reverteram o fluxo no 2º trimestre de 1995, como é possível verificar no Gráfico 2.

Gráfico 2 - Entrada de ID e IC no Brasil, 1º trimestre de 1990 ao 3º trimestre de 1999 (US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com dados do BACEN (2016).

Assim, o IFFE apontou comportamento *Ponzi* das contas externas para o primeiro trimestre do ano de 1995, como se observa na Tabela 1, em decorrência do déficit em TC e baixa entrada de ID, o que tornou o denominador do IFFE negativo. Além disso, houve saída líquida de IC, o que significa que o País não conseguiu financiar seu déficit em TC, nem mesmo via atração dos fluxos financeiros, implicando em saldo negativo do BP e “queima” de US\$ 5,6 bilhões em ativos de reserva, caracterizando elevada fragilidade financeira, conforme metodologia estabelecida nesse trabalho. Essa situação se modifica um pouco a partir do 2º trimestre de 1995, no qual as contas externas brasileiras passam a assumir postura Especulativa, condição que perdura até o 3º trimestre de 1997, diante do retorno dos IC e crescente ampliação da entrada de ID, apesar do persistente déficit em TC.

Tabela 1 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 1995 (US\$ bilhões)

Termos do IFFE					
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	0,125	-4,77	-15,82	-5,63	-26,09
TC + ID	-5,37	-5,94	-1,53	-2,56	-15,40
Análise do resultado					
Resultado	-0,02	0,80	10,34	2,20	1,69
Sinal do resultado	-	+	+	+	+
Sinais dos termos	+ / -	- / -	- / -	- / -	- / -
Classificação	<i>Ponzi</i>	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

A deterioração do saldo em TC, refletindo na postura Especulativa para todos os trimestres, bem como para o acumulado do ano de 1996, como se observa na Tabela 2, está associada à expansão das importações, que passaram de US\$ 12,4 bilhões no 4º trimestre de 1995 para US\$ 16,1 bilhões no mesmo período para 1996, enquanto as exportações ficaram praticamente estagnadas. Isso levou a queda de 28,7% do saldo da BC no ano de 1996 em relação ao ano anterior. Esse cenário se deveu, também, aos incentivos que a queda das tarifas de importação representou para a demanda por produtos importados. Além disso, a retomada dos empréstimos e financiamentos externos para os países periféricos nos anos 1990, a renegociação da dívida externa e a estabilidade monetária contribuíram para o crescimento das importações pós-1994 (AZEVEDO e PORTUGAL, 1998).

Tabela 2 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 1996 (US\$ bilhões)

Termos do IFFE					
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-5,77	-4,67	-3,50	-9,06	-23,70
TC + ID	-0,55	-0,69	-4,72	-6,62	-12,58
Análise do resultado					
Resultado	10,49	6,77	0,74	1,37	1,88
Sinal do resultado	+	+	+	+	+
Sinais dos termos	- / -	- / -	- / -	- / -	- / -
Classificação	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

O ano de 1997 é marcado pela crise asiática, que teve efeitos sobre os fluxos de capitais para os países periféricos. Em relação ao IC, o fluxo líquido para o Brasil foi relativamente estável nos dois primeiros trimestres do ano em relação aos mesmos períodos do ano anterior, (além de registrar elevação de quase 70% no 3º trimestre em relação ao 3º trimestre de 1996). No entanto, o 4º trimestre é marcado por uma saída de IC da ordem de US\$ 3,8 bilhões ante uma entrada de US\$ 8,4 bilhões no 4º trimestre do ano anterior, em razão da volatilidade desse tipo de capital que responde rapidamente aos choques externos, como o que ocorreu na Ásia em 1997. Apesar da retração de IC, o ID registrou elevação de 71,5% no mesmo período analisado, o que não impediu o resultado negativo do BP nesse ano – que não ocorria desde 1992 - da ordem de US\$ 7,9 bilhões, indicando queima de reservas internacionais. Essa saída líquida nos fluxos financeiros (numerador do IFFE) e o déficit em TC + ID (denominador) permite a classificação *Ponzi* do BP no 4º trimestre de 1997, o que não ocorria desde o primeiro trimestre de 1995.

A análise dos dados anuais do IFFE também aponta postura Especulativa para 1997, devido aos fatores já explicitados, como o crescente déficit em TC - saindo de 2,43% do PIB e atingindo 3,49% do PIB em 1997 - não superado por entradas líquidas de ID, tornando os denominadores negativos, assim como os numeradores, face às entradas líquidas dos fluxos financeiros, que foram predominantes no financiamento do BP nesses períodos.

Tabela 3 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 1997 (US\$ bilhões)

Termos do IFFE					
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-2,32	-3,95	-6,24	4,29	-8,23
TC + ID	-1,84	-3,53	-2,73	-4,87	-12,98
Análise do resultado					
Resultado	1,26	1,12	2,28	-0,88	0,63
Sinal do resultado	+	+	+	-	+
Sinais dos termos	- / -	- / -	- / -	+ / -	- / -
Classificação	Especulativa	Especulativa	Especulativa	<i>Ponzi</i>	Especulativa

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

Já para o ano de 1998, o IFFE aponta postura Especulativa para todos os trimestres (e para o acumulado do ano também), exceto o terceiro, conforme demonstra a Tabela 4, confirmando os problemas para o setor externo brasileiro que decorreram da

crise da Rússia. O *default* russo em agosto de 1998 e a consequente crise de credibilidade que atingiu os países emergentes levou a continuação da reversão dos capitais de curto prazo. No primeiro trimestre de 1999, houve saída de cerca US\$ 7,5 bilhões em IC, ante a uma entrada de US\$ 12,5 bilhões no mesmo trimestre do ano anterior. No que diz respeito ao ID, o movimento de capitais foi diverso, pois a entrada deles no País continuou se ampliando expressivamente, o que ajudou a contrabalancear o déficit em TC em crescimento – embora a taxas menores que os anos anteriores, devido a uma pequena queda (3%) no montante das importações.

**Tabela 4 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 1998
US\$ bilhões)**

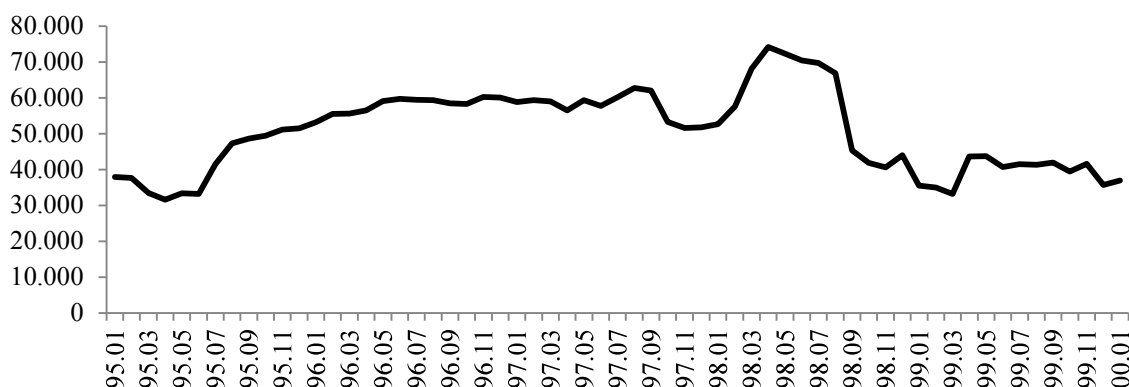
Termos do IFFE					
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-19,82	-7,42	24,91	-1,75	-4,08
TC + ID	-2,43	-1,47	- 0,45	-3,54	-7,89
Análise do resultado					
Resultado	8,16	5,05	-55,36	0,49	0,52
Sinal do resultado	+	+	-	+	+
Sinais dos termos	- / -	- / -	+ / -	- / -	- / -
Classificação	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Especulativa

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

A BC foi mais fortemente afetada principalmente no último trimestre, quando as exportações registraram queda – sobretudo para os países mais atingidos pela crise Russa, como os da Ásia e Europa Oriental, revertendo o movimento de expansão de exportação que havia iniciado no 2º trimestre de 1997. Assim, registrou-se grande queda no nível de reservas internacionais brasileiras a partir do ano de 1998, como é possível verificar no Gráfico 3, levando o País a abandonar a âncora nominal e flexibilizar o câmbio em janeiro de 1999, como já colocado anteriormente.⁹

⁹ Nesse trabalho, considerou-se o conceito de caixa para as reservas internacionais, que se refere ao estoque de reservas próprias do País, enquanto o conceito liquidez internacional inclui o estoque de linhas com recompra e as operações de empréstimo em moedas estrangeiras (BACEN, 2016b).

Gráfico 3 - Reservas internacionais brasileiras em US\$ milhões, janeiro de 1995 a janeiro de 2000



Fonte: Elaboração própria com dados do BACEN (2016).

Observa-se que a predominância até o momento é de postura Especulativa, o que se deveu, dentre outros fatores, à deterioração da BC, num contexto de câmbio valorizado, crises financeiras e cambiais no mundo, dentre outros fatores, o que tornou TC bastante deficitárias, com o ID em nível insuficiente para suprir esse déficit e tornar o denominador do IFFE positivo. No entanto, a forte entrada de fluxos financeiros - embora tenha havido episódios de retração, sobretudo de IC - permitiu financiar o déficit em TC, o que caracteriza postura Especulativa, conforme metodologia adotada nesse trabalho.

É importante observar também que os períodos nos quais o Indicador apontou para postura *Ponzi* – até agora - das contas externas coincidem com quadros de intensa saída líquida de capitais, principalmente IC, em contextos de queda de credibilidade em relação aos países emergentes decorrentes das crises cambiais e financeiras ocorridas na década de 1990, o que demonstra a fragilidade financeira a que o País está submetido ao depender dos fluxos financeiros para fechar o BP.

1999 e 2000: postura Especulativa

Após a crise cambial brasileira de 1999, o ingresso de ID continuou em nível elevado, o que possibilitou um denominador do IFFE positivo no primeiro trimestre. No entanto, o numerador também foi positivo e em nível superior ao superávit em TC + ID, em face das saídas líquidas em IC e OI, levando ao valor do IFFE superior a 1 e a consequente classificação Especulativa para o setor externo brasileiro nesse trimestre. No 2º trimestre, porém, o denominador do IFFE foi negativo devido à queda de quase 25% na entrada de ID e ampliação de 29% no déficit em TC em relação ao mesmo

período do ano de 1998. Assim, a soma de TC e ID foi negativa, o que - diante de um numerador também negativo – informa uma postura Especulativa também para o 2º trimestre de 1999, tornando-se *Hedge* no terceiro e *Ponzi* no 4º trimestre.

A análise dos dados anuais aponta postura Especulativa para o ano de 1999, uma vez que o saldo positivo do denominador no acumulado ano, com o ID (entrada líquida de US\$ 26,9 bilhões) superando o déficit em TC (US\$ 25,8 bilhões) foi inferior à saída de fluxos financeiros, que ocorreu devido à baixa entrada líquida de IC (US\$ 3,8 bilhões ante US\$ 18,1 bilhões no ano anterior) e expressiva saída líquida de recursos via OI (US\$ 12,9 bilhões) relativos à liquidação de empréstimos e financiamentos externos, além de pagamentos a organismos internacionais, contraídos anteriormente, cujo montante a ser pago se elevou devido à desvalorização cambial no ano.¹⁰ Assim, a análise para os trimestres de 1999 demonstra a instabilidade do BP, como se verifica na Tabela 5. O ano foi marcado pela flexibilização do câmbio, o que teve efeito não apenas sobre os fluxos de capitais, mas também na BC, a qual registrou déficits menores que os dos anos anteriores da análise, devido, principalmente, à queda no nível das importações.

**Tabela 5 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 1999
US\$ bilhões)**

Termos do IFFE					
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	12,08	-10,47	2,67	4,92	9,18
TC + ID	1,40	-1,99	3,72	-2,11	1,02
Análise do resultado					
Resultado	8,64	5,26	0,71	-2,32	9,02
Sinal do resultado	+	+	+	-	+
Sinais dos termos	+ / +	- / -	+ / +	+ / -	+ / +
Classificação	Especulativa	Especulativa	<i>Hedge</i>	<i>Ponzi</i>	Especulativa

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

O 1º trimestre de 2000 contou com entrada líquida de IC no montante de US\$ 2,48 bilhões (o que refletiu no numerador negativo do IFFE), ao contrário do que havia ocorrido no mesmo trimestre do ano anterior, que registrou uma saída de US\$ 7,47 bilhões. O retorno dos fluxos associou-se, em um cenário de relativa liquidez internacional, a políticas adotadas pelo governo brasileiro com o objetivo de equiparar o

¹⁰ A cotação média R\$/ US\$ comercial compra saiu de R\$ 1,50 em janeiro de 1999, para R\$ 1,84 em dezembro do mesmo ano (IPEADATA, 2016).

investidor estrangeiro ao residente, a exemplo da resolução 2689 (CMN, 2000), que autorizou a realização de investimentos no mercado financeiro e de capital nas mesmas modalidades que eram acessíveis aos residentes (BACEN, 2000). O denominador foi positivo, já que o déficit em TC teve redução de 27%, por conta da diminuição do saldo negativo da BC, que saiu de US\$ 1,1 bilhão no 1º trimestre de 1999 para US\$ 203 milhões no mesmo período de 2000, além da diminuição de 56% no envio de lucros e dividendos para o exterior. Assim, o numerador negativo (mas com valor menor que o denominador positivo, tornando o IFFE menor que 1) permite a classificação *Hedge* robusta do BP para o 1º trimestre de 2000. O 2º trimestre recebeu classificação *Ponzi*, em face da retração de 82% na entrada líquida de IC e saída da ordem de US\$ 12 bilhões pela OI, devido ao pagamento de empréstimos realizados anteriormente no contexto do programa de assistência financeira coordenado pelo FMI, firmado em 1998. A saída de recursos pela CF propiciou numerador positivo para o IFFE, o que relacionado ao denominador negativo, em decorrência de um déficit de US\$ 7,1 bilhões em TC e entrada líquida de US\$ 6 bilhões de ID, explica a classificação *Ponzi* para esse trimestre.

Os dois últimos trimestres de 2000 foram *Hedge* e *Especulativo*, respectivamente, com os dois termos do IFFE positivos. A diferença entre os dois é que no 3º trimestre o saldo positivo em TC+ID foi superior à saída líquida nos fluxos financeiros, garantindo postura *Hedge* para esse trimestre em face do IFFE no valor de 0,16, o que não ocorreu no último trimestre, no qual o Indicador apresentou valor maior que 1 (1,83), devido à saída líquida em fluxos financeiros da ordem de US\$ 973 milhões, enquanto o saldo positivo no denominador foi de apenas US\$ 530 milhões.

O IFFE aponta postura *Especulativa* para o acumulado do ano, no contexto da expressiva saída de fluxos financeiros, sobretudo os relativos à liquidação dos créditos concedidos por órgãos internacionais, como o BIS (Banco de Compensações Internacionais) e BoJ (Banco do Japão), além do pagamento do principal da dívida com o FMI foram responsáveis por queda das reservas internacionais no ano, que saíram de US\$ 39,2 bilhões em março de 2000, atingindo US\$ 28,7 bilhões em abril e fechando o mês de dezembro em US\$ 32,9 bilhões. A pequena recomposição se deveu à absorção de divisas provenientes da privatização do Banespa (BACEN, 2000). Assim, a entrada de ID que superou o déficit em TC, gerando denominador positivo para o Indicador, não foi suficiente para contrabalancear a saída líquida registrada pelo numerador, confirmando a postura *Especulativa* para o ano 2000, como mostra a Tabela 6.

Tabela 6 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2000
US\$ bilhões)

	Termos do IFFE				
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-1,85	11,04	0,60	0,97	10,76
TC + ID	2,55	-1,08	3,71	0,53	5,70
Análise do resultado					
Resultado	-0,73	-10,22	0,16	1,83	1,89
Sinal do resultado	-	-	+	+	+
Sinais dos termos	- / +	+ / -	+ / +	+ / +	+ / +
Classificação	<i>Hedge</i> robusta	<i>Ponzi</i>	<i>Hedge</i>	Especulativa	Especulativa

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

2001: postura *Hedge* fraca

O próximo ano da análise, 2001, se inicia com pressões para a valorização do dólar, em decorrência da crise econômica e política que ocorria na Argentina. Além disso, havia no Brasil uma situação de restrição de oferta de energia elétrica, o que levantava expectativas negativas quanto ao nível da produção nacional no ano. Assim, no 1º trimestre observou-se retração na entrada líquida de IC (22% a menos, em comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, além da volta do saldo positivo na conta OI, a qual havia enviado recursos no ano de 2000 diante dos pagamentos aos órgãos internacionais. Com isso, o saldo financeiro é negativo, o que impõe um numerador também negativo ao Indicador. Já o ID apresentou entrada líquida de US\$ 4,6 bilhões, ante US\$ 6,6 bilhões registrados no 1º trimestre de 2000, o que garantiu o denominador negativo do IFFE, diante de um déficit em TC no valor de US\$ 6,8 bilhões – 65,3 % maior que o registrado no mesmo trimestre do ano anterior. Com isso, a classificação para o 1º trimestre de 2001 é Especulativa. Os 2º e 3º trimestres foram *Hedge*, pois embora tenham apresentado numerador negativo (devido, sobretudo à entrada de recursos negociados junto ao FMI, o que impacta negativamente na conta OI), contaram com entradas de ID em volume suficiente para suprir o déficit em TC, ainda que a entrada de ID tenha sido reduzida em 38,5% no 3º trimestre de 2001, quando comparado ao 3º trimestre de 2000. No entanto, a postura *Hedge* desses trimestres é fraca, uma vez que o superávit em TC+ID se deu em nível inferior à entrada líquida de fluxos financeiros, tornando o IFFE menor que -1.

A queda no influxo de investimentos externos se deu no contexto de desvalorização do real em função do ambiente de incerteza que se seguiu após o atentado terrorista de 11 de setembro nos EUA. Porém, a desvalorização cambial favoreceu as exportações brasileiras, levando ao superávit de US\$ 1,1 bilhão da BC no 3º trimestre de 2001 *vis-à-vis* um déficit de US\$ 308 milhões no mesmo período do ano anterior (BACEN, 2001).¹¹ O último trimestre do ano foi Especulativo, já que houve saída de capitais via IC e OI, tornando o saldo financeiro positivo; o denominador do IFFE também o foi, devido aos mesmos fatores apontados no parágrafo anterior em relação à melhora na BC, o que gerou redução de 21% no déficit em TC em comparação ao último trimestre do ano de 2000. Essa saída em fluxos financeiros foi bem superior ao saldo positivo nos fluxos estáveis, o que tornou o IFFE maior que 1 e impediu a classificação *Hedge* nesse trimestre.

A análise para o acumulado do ano aponta postura *Hedge* fraca, devido ao numerador negativo (US\$ 2,77 bilhões) ser bem superior ao saldo positivo do denominador (US\$ 993 milhões), o que leva ao valor do IFFE menor que -1, como se observa na Tabela 7. O numerador foi negativo devido à entrada líquida de US\$ 3,2 bilhões via subconta OI, ante saída líquida de US\$ 17,5 bilhões no ano anterior, a despeito da retração da entrada de IC, que saiu de US\$ 6,9 bilhões em 2000 para US\$ 77 milhões em 2001. Já o baixo saldo positivo dos fluxos estáveis ocorreu face à retração de 19% na entrada líquida de ID em comparação ao ano anterior.

Tabela 7 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2001
US\$ bilhões)

	Termos do IFFE				
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-3,40	-2,46	-2,66	5,74	-2,77
TC + ID	-2,16	0,63	0,87	1,65	0,99
	Análise do resultado				
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Resultado	1,57	-3,91	-3,07	3,47	-2,79
Sinal do resultado	+	-	-	+	-
Sinais dos termos	- / -	- / +	- / +	+ / +	- / +
Classificação	Especulativa	<i>Hedge</i> fraca	<i>Hedge</i> fraca	Especulativa	<i>Hedge</i> fraca

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

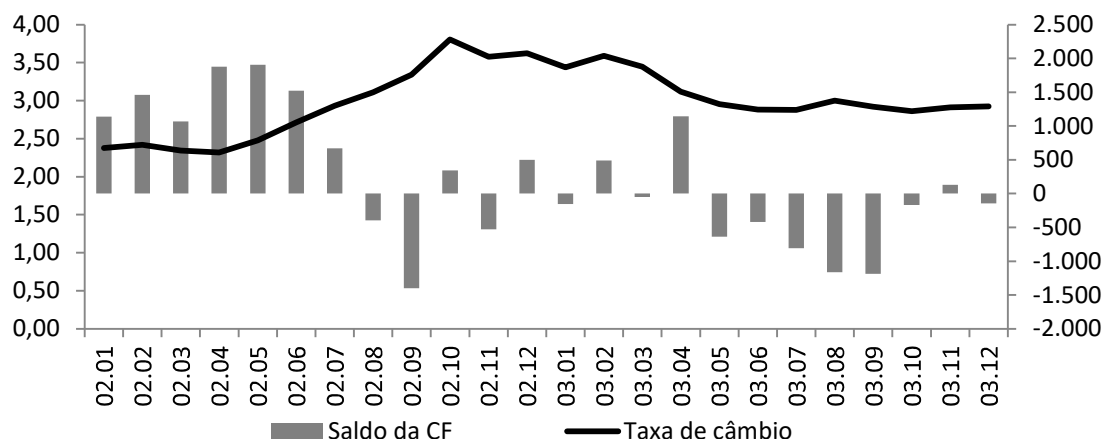
¹¹ Outros fatores que contribuíram para a melhora do desempenho da BC no ano de 2001 (aumento de 9,6% na quantidade exportada, sendo 33 % no segmento de produtos básicos) foram: i) a doença que dizimou os rebanhos europeus, a chamada “doença da vaca louca”; ii) a ampliação das relações comerciais com o leste europeu e oriente médio (BACEN, 2001).

2002: *Hedge*

O ano de 2002 é marcado por instabilidade no movimento de fluxos financeiros, sobretudo a partir do segundo trimestre. No 1º trimestre, o IC permanece praticamente no mesmo patamar observado no 1º trimestre do ano anterior, tornando o numerador do IFFE negativo. No entanto, a retração de 9,2% na entrada líquida de ID não impediu que essa modalidade de investimento ultrapassasse o déficit em TC, que foi 50,3 % menor que o registrado no 1º trimestre de 2001, gerando denominador positivo, com valor entre 0 e -1 (- 0,74) para o Indicador, o que gerou a classificação *Hedge* robusta para o trimestre. Já o 2º trimestre teve saída líquida de IC da ordem de US\$ 1,5 bilhão e entrada de US\$ 6,75 bilhões via OI no âmbito do acordo com o FMI firmado em 2001, o que levou ao numerador negativo, assim como, o denominador, visto que houve queda de 40,5% na entrada líquida de ID quando comparado ao segundo trimestre do ano anterior. Ambos os termos do IFFE negativos geraram a classificação Especulativa das contas externas brasileiras nesse trimestre, as quais contaram com recursos provenientes de empréstimos externos para o financiamento do déficit em TC, o que implica maior fragilidade do BP. Os resultados do IFFE para os dois últimos trimestres de 2002 também apontam postura Especulativa, uma vez que houve saldo positivo em fluxos financeiros (saída), principalmente associados a pagamentos de dívida externa contraída junto a órgãos internacionais. Essa saída em fluxos financeiros não foi superada pelo saldo positivo em TC + ID, em face da retração na entrada líquida dos ID nos dois trimestres em relação aos mesmos trimestres do ano anterior – 64,7% e 50,8%, respectivamente.

O movimento conturbado nos fluxos de capitais externos, marcado pela saída massiva deles representou um ataque especulativo contra a moeda nacional, como se observa no Gráfico 4. O movimento de capitais e a consequente volatilidade cambial se dão no contexto de incerteza em relação às eleições presidenciais no ano de 2002, além de fatores externos, como o conflito entre os EUA e o Iraque, o aprofundamento da crise argentina e a crise no mercado acionário norte-americano, devido à descoberta de uma série de fraudes contábeis em grandes empresas. Em agosto de 2002, com o *overshooting* no mercado cambial, tornaram-se imperativas as intervenções do BACEN, as quais se traduziram em leilões de reservas vinculadas à concessão de créditos à exportação, além de intervenções diárias e ampliação de alíquota de recolhimento compulsório (de 10% para 15%) sobre depósitos a prazo, a fim de desestimular os bancos a manterem posição em moeda estrangeira (BACEN, 2002).

Gráfico 4 - Média mensal da taxa de câmbio (eixo à esquerda) - R\$ / US\$ e saldo mensal da CF em US\$ milhões (eixo à direita), janeiro de 2002 a dezembro de 2003



Fonte: Elaboração própria com dados do IPEADATA (2016).

Notas:

*taxa de câmbio nominal comercial – compra

** os ativos de reserva foram subtraídos do saldo da CF

Não obstante todas as dificuldades de financiamento externo, sobretudo de ID, que garantiram postura Especulativa do BP para três trimestres, a classificação para o acumulado do ano foi *Hedge*, como se verifica na Tabela 8, devido à melhora do saldo em TC, em decorrência, sobretudo, do crescimento das exportações no ano, visto que o superávit da BC foi de US\$ 13,1 bilhões *vis-à-vis* US\$ 2,7 bilhões no ano anterior. As exportações somaram US\$ 60,4 bilhões, expansão de 3,7%, e as importações US\$ 47,2 bilhões, ou seja, uma contração de 15% em relação ao ano anterior. Esses resultados podem ser atribuídos aos efeitos da desvalorização cambial e da incorporação de novos mercados para exportação via maior comércio com Rússia, China, México, Índia, Japão e Coréia do Sul, por exemplo, (BACEN, 2002).

Tabela 8 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2002 (US\$ bilhões)

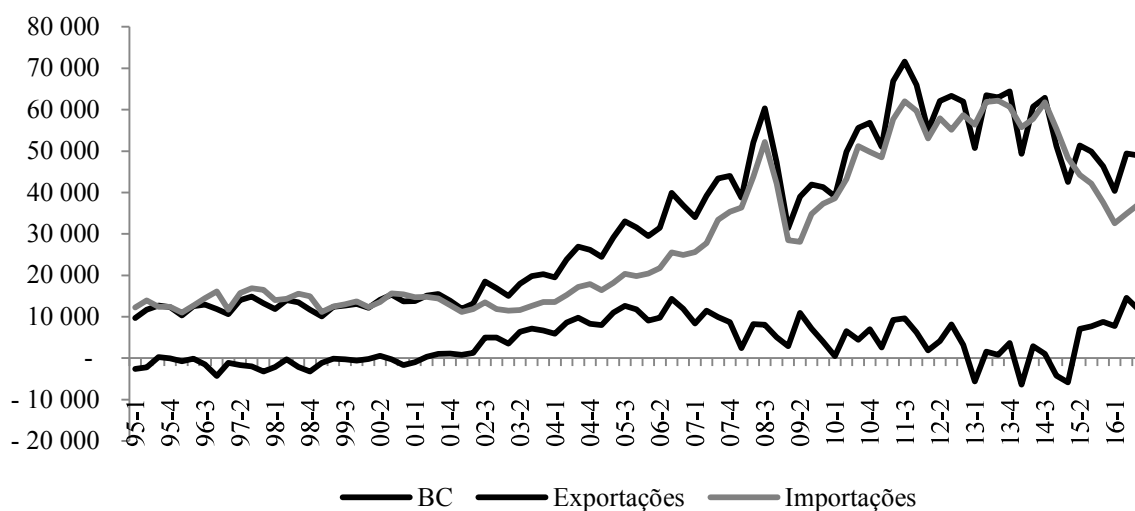
	Termos do IFFE				
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-0,62	-5,12	6,17	5,21	5,65
TC + ID	0,83	-0,86	2,67	3,37	6,01
Análise do resultado					
Resultado	-0,74	5,93	2,31	1,54	0,94
Sinal do resultado	-	+	+	+	-
Sinais dos termos	- / +	- / -	+ / +	+ / +	+ / +
Classificação	<i>Hedge</i> robusta	Especulativa	Especulativa	Especulativa	<i>Hedge</i>

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

2003 a 2007: anos *Hedge*

Os anos compreendidos pelo período 2003 a 2007 são analisados em conjunto, pois possuem características semelhantes, inclusive com classificação *Hedge* para a maioria dos trimestres deles (13, dos 20). A classificação *Hedge* para todos os anos e a predominância dela na análise trimestral também ocorreu, sobretudo, devido aos superávits em TC – os únicos anos de todo o período em análise em que ocorreram superávits correntes. Por sua vez, o saldo positivo em conta corrente foi propiciado pelo crescimento das exportações, como se observa no Gráfico 5, já que elas saíram de US\$ 16,8 bilhões no 4º trimestre de 2002 para US\$ 44 bilhões no mesmo trimestre de 2007, representando crescimento de 161% no período. No entanto, as importações também cresceram 198% no período, reflexo da intensificação da atividade econômica - o PIB cresceu a taxa média de 4% ao ano (IBGE, 2016) - da valorização cambial e do ganho real do salário mínimo em moeda estrangeira, o que não impediu que o saldo da BC registrasse crescimento médio de cerca de 31% ao ano, no período de 2003 a 2007.

Gráfico 5 – Exportações, importações e saldo da BC (US\$ milhões), 1º trimestre de 1995 ao 1º trimestre de 2016



Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

A ampliação das exportações pode ser atribuída, dentre outros fatores, à elevação dos preços das *commodities*, bem como às medidas de fomento das exportações, como o aprofundamento das relações com parceiros comerciais da América do Sul e Ásia (principalmente China), medidas de simplificação dos procedimentos administrativos relativos à exportação, desoneração tributária e financiamento da atividade exportadora, destacando-se a atuação do BNDES. Além

disso, a desvalorização do real frente ao dólar a partir do segundo semestre de 2002 (chegando a R\$ 3,80 / US\$, em outubro de 2002) parece ter contribuído para a variação positiva da BC, pelo menos no início do período, uma vez que a tendência de desvalorização se reverte a partir de 2005, chegando a R\$ 1,98/US\$ em maio de 2007, segundo dados do IPEADATA (2016).

É importante salientar que o movimento de elevação do superávit da BC iniciado em 2002, tem seu ponto de inflexão em 2004, quando a taxa de crescimento das exportações começa a se reduzir. Em contrapartida, a taxa de crescimento das importações continua com tendência de elevação, ultrapassando a das exportações no ano de 2006. Desta forma, o quadro de crescimento do superávit em TC iniciado em 2003 começa a ser revertido no ano de 2006, e se intensifica em 2007 quando o saldo da subconta foi apenas 3,1% do saldo do ano anterior, até ficar negativo em 2008.

Em relação aos fluxos de capitais, houve entrada líquida de IC na maioria dos trimestres (13 dos 20 trimestres do período), assim como ID, que teve saídas líquidas apenas no 4º trimestre de 2006 e 4º trimestre de 2007, esse último já em reflexo à instabilidade da economia mundial com a eclosão da crise do *subprime*. Além da retração da entrada de capitais externos, no final de 2007 também se registrou queda acentuada do saldo em TC, o qual saiu de US\$ 7,3 bilhões no 3º trimestre de 2006 para apenas US\$ 747 milhões no mesmo trimestre de 2007, tornando-se negativo no 4º trimestre de 2007. Não obstante, a classificação *Hedge* para o período 2003 a 2007, apresentada na Tabela 9, decorre dos saldos positivos em TC, embora decrescentes a partir de 2006 (2006 e 2007 tiveram postura *Hedge* fraca já que os fluxos financeiros superaram o saldo positivo em TC + ID), além da entrada líquida de ID, tornando o denominador do IFFE positivo em todos os anos.

Tabela 9 - Aplicação do IFFE para os anos de 2003 a 2007 (US\$ bilhões)

Termos do IFFE					
	2003	2004	2005	2006	2007
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	4,36	15,11	21,27	-26,83	-62,46
TC + ID	13,65	19,68	26,10	3,65	27,93
Análise do resultado					
Resultado	0,32	0,77	0,81	-7,35	-2,24
Sinal do resultado	+	+	+	-	-
Sinais dos termos	+ / +	+ / +	+ / +	- / +	- / +
Classificação	<i>Hedge</i>	<i>Hedge</i>	<i>Hedge</i>	<i>Hedge</i> fraca	<i>Hedge</i> fraca

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

2008: Especulativa

A postura das contas externas para os dois primeiros trimestres de 2008 foi Especulativa, uma vez que houve déficit em TC de US\$ 11,1 bilhões e US\$ 6,9 bilhões, respectivamente. Soma-se aos déficits em TC, a retração de 48,9% e 76% das entradas líquidas de ID nestes dois primeiros trimestres devido, dentre outros fatores, à insegurança em relação aos efeitos da crise, sobretudo nos países periféricos. Com isso, o denominador do IFFE foi negativo nesses períodos, indicando que o País não conseguiu financiar suas transações com dólar próprio, nem ID. Os três primeiros trimestres do ano tiveram exportações crescendo em média 23% por trimestre, enquanto que as importações elevaram-se em média de 44% por trimestre, em decorrência do elevado crescimento da economia brasileira no acumulado do ano, o que pressiona as importações, e da contínua apreciação cambial¹². Mesmo com a forte elevação do volume das importações, houve superávits na BC nos quatro trimestres.

Os superávits na BC em todos os trimestres de 2008, embora menores que os registrados em 2007, estão relacionados – dentre outros fatores – às políticas adotadas pelo governo para incentivar a atividade exportadora, como forma de buscar a manutenção das condições favoráveis verificadas no período de 2003 a 2007. Essas políticas envolveram medidas de desoneração e fortalecimento de instrumentos de financiamento às exportações, a exemplo do Proex (Programa de Financiamento às Exportações), além de linhas de financiamento via BNDES (BACEN, 2008).

Os menores superávits na BC de 2008, quando comparados aos observados no período 2003-2007 e os maiores déficits nas subcontas serviços e renda (elevado envio de lucros e dividendos, com o saldo negativo em renda de investimento indo de US\$ 7,3 bilhões no segundo trimestre de 2007 para US\$ 11,3 bilhões no mesmo período de 2008), geraram déficit em TC nos quatro trimestres de 2008. Assim, com denominador negativo, o BP contou com fluxos financeiros para seu financiamento nos dois primeiros trimestres de 2008, o que caracteriza postura Especulativa.

O 3º trimestre do ano assumiu postura *Hedge*, uma vez que o denominador foi positivo, devido à entrada de ID (US\$ 7,3 bilhões) que superou o déficit em TC (US\$ 7,1 bilhões). No entanto, o saldo positivo em TC + ID (US\$ 220 milhões) foi inferior à entrada em fluxos financeiros (US\$ 7,6 bilhões), o que torna a postura *Hedge* fraca. No último trimestre, o BP volta a assumir postura Especulativa, diante do agravamento da

¹² A cotação média R\$ / US\$ comercial (compra) foi de R\$ 1,59 em setembro de 2008, ante R\$ 2,09 em setembro de 2007 (IPEDATADA, 2016).

crise do *subprime* e as consequentes saída líquidas via IC e OI, que juntas somaram US\$ 33,6 bilhões, valor bem superior ao superávit no denominador (US\$ 3,6 bilhões), o que torna o valor do IFFE bem superior a 1.

Como é possível verificar na Tabela 10, a análise anual também aponta postura Especulativa, uma vez que, embora tenha havido queda na entrada líquida de IC no 3º trimestre (59,6% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior) e saída líquida no 4º (US\$ 15,8 bilhões), o numerador do Indicador foi negativo para o acumulado do ano, assim como o denominador, devido aos saldos negativos em TC + ID verificados nos dois primeiros trimestres, a despeito dos saldos positivos que ocorreram nos dois últimos.

Tabela 10 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2008
US\$ bilhões)

	Termos do IFFE				
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-18,83	-14,36	-7,62	33,64	-7,17
TC + ID	-6,75	-3,16	0,22	3,66	-6,04
Análise do resultado					
Resultado	2,79	4,54	-34,66	9,20	1,19
Sinal do resultado	+	+	-	+	+
Sinais dos termos	- / -	- / -	- / +	- / -	- / -
Classificação	Especulativa	Especulativa	Hedge fraca	Especulativa	Especulativa

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

2009: postura *Hedge fraca*

O ano de 2009 recebeu classificação *Hedge* para todos trimestres (com exceção do 1º que assumiu postura Especulativa, devido à saída líquida de US\$ 2,2 bilhões em IC, no contexto da crise que ainda estava severa) com denominadores positivos do IFFE, diante da forte entrada de ID (elevação de cerca de 125% no 4º trimestre, quando comparado ao mesmo período de 2008, representando a volta desses fluxos para os mercados emergentes, em um repique de liquidez após a crise internacional) que superou os déficits em TC. Os numeradores foram negativos, devido à entrada líquida de IC, que foi bastante elevada no 3º e 4º trimestre, o que fez com que a entrada líquida em fluxos financeiros fosse bem superior ao saldo positivo nos fluxos reais, tornando fraca a postura *Hedge* nesses trimestres e equilibrada no 2º trimestre, no qual o valor do IFFE foi aproximadamente -1.

Nesse sentido, não obstante a predominância da postura *Hedge*, é importante notar que o déficit em TC persistiu em 2009, embora menor do que em 2008, 1,49% do PIB ante 1,71% . No entanto, o resultado do BP foi superavitário, devido ao resultado da CF, que registrou elevação de cerca de 130% em relação a 2008, com ID superando o déficit em TC para o acumulado do ano, o que classifica postura *Hedge* (embora fraca, diante da entrada líquida de quase US\$ 37 bilhões de fluxos financeiros e US\$ US\$ 9,8 bilhões de fluxos reais) para os dados anuais, a despeito do numerador negativo devido à entrada de IC.

**Tabela 11 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2009
US\$ bilhões)**

Termos do IFFE					
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	1,48	-6,45	-13,13	-18,87	-36,97
TC + ID	0,07	6,36	2,55	0,78	9,77
Análise do resultado					
Resultado	21,14	-1,01	-5,15	-24,19	-3,78
Sinal do resultado	+	-	-	-	-
Sinais dos termos	+ / +	- / +	- / +	- / +	- / +
		<i>Hedge</i>	<i>Hedge</i>	<i>Hedge</i>	<i>Hedge</i>
Classificação	Especulativa	Equilibrada	fraca	fraca	Fraca

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

Em suma, os impactos negativos da crise sobre a atividade econômica mundial provocaram ajuste nas TC brasileiras, ao passo que a permanência dos fluxos de capitais estrangeiros em 2009 viabilizou o financiamento do BP e, com isso, a manutenção da estratégia de acúmulo de reservas internacionais, as quais somaram US\$ 238,5 bilhões no final do referido ano, o que representou uma ampliação de 23,2% em relação ao ano anterior (BACEN, 2009).

2010: Especulativa

O próximo ano de análise, 2010, apresentou postura Especulativa para os três primeiros trimestres e *Hedge* robusta para o último. Isso ocorreu porque o numerador do IFFE foi negativo em todos os trimestres do ano, devido à intensa entrada líquida de IC, que saltou de US\$ 4,4 bilhões no 2º trimestre de 2009 para US\$ 14,8 bilhões no mesmo trimestre de 2010, por exemplo. Do mesmo modo, aumentaram-se os déficits em TC (o

déficit corrente se ampliou 652% no 2º trimestre de 2010, quando comparado ao déficit verificado no mesmo trimestre de 2009). Assim, os denominadores do Indicador também foram negativos nos três primeiros trimestres do ano, não compensados por ID, indicando que o BP foi financiado pelos fluxos financeiros. Essa situação indica maior fragilidade financeira, demonstrando postura Especulativa das contas externas para esses trimestres. O 4º trimestre de 2010 também apresentou numerador do IFFE negativo, diante da entrada líquida de IC, embora menor que o 4º trimestre do ano anterior, o que pode ter sido reflexo da efetivação de políticas macroprudenciais para conter o investimento especulativo.¹³ No entanto, a diferença de classificação em relação aos outros trimestres se deveu ao fato de o ID ter superado o déficit em TC e gerado, portanto, denominador positivo e superior à entrada líquida em fluxos financeiros, o que indica reserva de dólar mais estável e, com isso, a existência de margem de segurança para lidar com os compromissos do setor externo - além de eventuais saídas desse capital mais volátil - e permite a classificação *Hedge* robusta.

Os elevados déficits em TC registrados nos trimestres e no acumulado do ano de 2010 refletem a queda do saldo da BC, como consequência do aumento de 42% no volume das importações e de apenas 32% nas exportações. As contas de serviços e renda também sofreram variação negativa de 54% e 91,7%, respectivamente, o que contribuiu para a expressiva ampliação do déficit em TC, que atingiu a cifra de US\$ 75,8 bilhões ante US\$ 26,3 bilhões no ano anterior. Não obstante a ampliação do déficit em TC, o BP fechou o ano com saldo positivo, devido ao resultado da CF, sobretudo a subconta ID que teve variação de 71,2% em relação ao ano de 2009, além de um aumento menos expressivo nos IC (28,3%).

A postura Especulativa que o IFFE aponta para o acumulado do ano se dá em virtude do déficit em TC no período e fica ainda mais evidente quando se observa a participação do IC no financiamento das transações do BP, tendo grande impacto na composição das reservas, em detrimento de superávits na BC e entradas de ID, que seriam, a princípio, melhores fontes de financiamento das contas externas. Enquanto isso, as rubricas serviços e renda continuaram tendo papel bastante negativo no saldo do BP. A elevação do déficit em renda reflete a pressão que a maior participação da CF no

¹³ Um exemplo dessas políticas foi o aumento do imposto sobre operações financeiras (IOF) que subiu de 2% para 6% em outubro de 2010 para aplicações em renda fixa e empréstimos externos de até 2 anos, além de impactos da crise europeia (IPEA, 2011).

financiamento do BP impõe sobre a remessa da remuneração do capital estrangeiro ao exterior.

Tabela 12 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2010
US\$ bilhões)

Termos do IFFE					
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-20,69	-18,98	-16,89	-6,86	-63,42
TC + ID	-13,84	-8,25	-0,06	8,02	-14,13
Análise do resultado					
Resultado	1,49	2,30	281,5	0,85	4,49
Sinal do resultado	+	+	+	-	+
Sinais dos termos	- / -	- / -	- / -	- / +	- / -
Classificação	Especulativa	Especulativa	Especulativa	<i>Hedge</i> robusta	Especulativa

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

2011 e 2012: postura *Hedge* fraca

Para os três primeiros trimestres de 2011, o IFFE apontou postura *Hedge* fraca, uma vez que o numerador do Indicador foi negativo, com entradas líquidas de IC e OI e o denominador foi positivo, já que o volume de ID nesses períodos foi superior aos déficits em TC¹⁴. No entanto o valor do IFFE foi menor que -1, uma vez que a entrada defluxos financeiros foi bem superior ao saldo positivo nos fluxos reais ou estáveis, levando à postura *Hedge* fraca nos três primeiros trimestres do ano. O 4º trimestre recebeu classificação Especulativa, já que o déficit em TC foi maior que a entrada líquida de ID, levando ao resultado negativo do denominador do IFFE. Com isso, o déficit em TC dependeu dos fluxos financeiros para seu financiamento, o que é expresso no, também negativo, sinal do numerador do Indicador.

A análise anual permite inferir que o déficit em TC não decorreu da BC, que registrou superávit desde 2001, mas sim das subcontas serviços e renda (que saíram de déficits de US\$ 30,1 bilhões e US\$ 67 bilhões, respectivamente, em 2010, para US\$ 37,1 bilhões e US\$ 70,4 bilhões em 2011). Nesse sentido, o saldo positivo da BC teve elevação de 49,3% em 2011, quando comparado com 2010, consequência da expressiva

¹⁴ As entradas líquidas de ID nos três primeiros trimestres de 2011 tiveram elevação de 495%, 89% e 26,2% quando comparadas aos mesmos trimestres do ano anterior. Isso pode ser resultado de uma recomposição de carteiras dos investidores, diante das restrições impostas aos investimentos de curto prazo.

elevação dos preços das exportações, sobretudo de produtos básicos, relativamente aos preços das importações. Assim, a classificação para o ano de 2011 é *Hedge* fraca, já que a elevada entrada de ID compensou o défice em TC, gerando denominador positivo para o IFFE, mas não em nível superior à entrada líquida de fluxos financeiros, como mostra a Tabela 13.

Tabela 13 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2011
US\$ bilhões)

Termos do IFFE					
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-26,36	-12,55	-10,54	-3,34	-52,79
TC + ID	2,93	2,13	4,49	-1,49	8,06
Análise do resultado					
Resultado	-9,00	-5,89	-2,35	2,24	-6,55
Sinal do resultado	-	-	-	+	-
Sinais dos termos	- / +	- / +	- / +	- / -	- / +
	<i>Hedge</i>	<i>Hedge</i>	<i>Hedge</i>		<i>Hedge</i>
Classificação	Fraca	fraca	fraca	Especulativa	Fraca

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

Para 2012, o IFFE foi *Hedge* para os três primeiros trimestres, devido ao numerador negativo e denominador positivo. A entrada líquida de IC diminuiu em todos os trimestres (71,3%, 92,2%, 27,3%, e 12%) quando comparados aos trimestres do ano anterior, o que pode estar relacionado com o aumento da percepção de risco a nível internacional, devido à crise nos mercados de dívida soberana de alguns países europeus, a exemplo da Grécia (BACEN, 2012). No entanto, não se registraram saídas líquidas de IC e houve entradas de empréstimos via conta OI, o que levou ao sinal negativo do numerador do Indicador. O volume de ID para o Brasil não foi afetado pela incerteza da crise nos mercados europeus, uma vez que as entradas líquidas continuaram, atingindo o segundo melhor resultado da série histórica, apenas inferior ao volume de 2011.¹⁵ Assim, as entradas líquidas de ID superaram os déficits em TC nos três primeiros períodos de 2012, tornando o denominador do IFFE positivo, a despeito do numerador negativo, sustentando, assim, a classificação *Hedge* (robusta no 1º e 3º trimestre e fraca no 2º) para esses períodos.

¹⁵ Assim, o Brasil foi considerado pela Conferência das Nações Unidas sobre o Comércio e o Desenvolvimento (UNCTAD) como o quarto maior receptor de ID no mundo, atrás, apenas, de EUA, China e Hong Kong (BACEN, 2012).

No último trimestre do ano, a situação se modificou, uma vez que a entrada líquida de ID não conseguiu superar o déficit em TC. Além disso, houve saída líquida de US\$ 8,6 bilhões pela subconta OI, com destaque para a rubrica créditos comerciais e adiantamentos, com saída de US\$ 6,5 bilhões. Com isso, a entrada líquida de US\$ 4,2 bilhões não foi suficiente para gerar numerador negativo para o IFFE, o que indicaria que o déficit em TC + ID estaria sendo financiado pelos fluxos financeiros das subcontas IC e OI. Diante da insuficiência de financiamento externo, houve queima de ativos de reserva no valor de US\$ 4 bilhões, corroborando a classificação *Ponzi* para o último trimestre de 2012.

A postura para o acumulado dos quatro trimestres de 2012 foi *Hedge* fraca, diante da persistência do déficit em TC, no valor de US\$ 74,2 bilhões (contra US\$ 77 bilhões em 2011 e US\$ 75,8 bilhões em 2010), devido à elevação de 21,2% no saldo negativo da subconta serviços e à queda de 35% no saldo da BC, em relação ao ano anterior, em decorrência do aumento do saldo das importações e queda do saldo das exportações. Assim, ainda que o ID tenha permanecido em nível elevado - US\$ 81,4 bilhões ante US\$ 85,1 em 2011 – o saldo positivo do denominador não superou à entrada líquida de fluxos financeiros, levando ao valor do IFFE menor que -1 e, assim, a classificação *Hedge* fraca. Esse quadro se deveu à redução dos preços de exportações medidos em dólares, principalmente dos produtos básicos (redução de 8% no ano). Em contrapartida, os preços de importação ficaram estáveis. A conjugação desses dois elementos provocou a deterioração dos termos de troca “comparando-se a média do período janeiro-outubro de 2012 com o mesmo período de 2011, a redução foi de 4,7%. Em outubro de 2012, os termos de troca estavam 7,8% abaixo do nível observado em outubro de 2011 – o mais alto nível observado nos últimos trinta anos” (IPEA, 2012, p. 40). A Tabela 14 apresenta os dados do IFFE para os quatro trimestres de 2012, bem como para o acumulado do ano.

Tabela 14 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2012
US\$ bilhões)

Termos do IFFE					
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-5,49	-8,44	-1,86	4,33	-11,45
TC + ID	5,62	0,76	2,90	-2,11	7,18
Análise do resultado					
Resultado	- 0,98	-11,10	- 0,64	- 2,05	-1,59
Sinal do resultado	-	-	-	-	-
Sinais dos termos	- / + <i>Hedge</i>	- / + <i>Hedge</i>	- / + <i>Hedge</i>	+ / - <i>Ponzi</i>	- / + <i>Hedge</i>
Classificação	Robusta	fraca	robusta	<i>Ponzi</i>	Fraca

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

2013 e 2014: Postura Especulativa

Já 2013 foi marcado por instabilidade no movimento de capitais para os países emergentes, como consequência de expectativas quanto ao início de um processo de normalização das condições de política monetária e, consequente aumento das taxas de juros e diminuição da compra de ativos pelos EUA no segundo semestre do ano, o que diminuiria a liquidez internacional. Assim, o aumento da aversão ao risco em âmbito internacional gerou grande volatilidade nos mercados financeiros, apreciação do dólar, moderação nos fluxos de capital e encarecimento dos financiamentos externos (BACEN, 2013).

No entanto, nos 1º e 3º trimestres houve entradas líquidas expressivas de IC, com aumentos de 120% e 217%, respectivamente, em relação aos mesmos trimestres do ano anterior, o que tornou o numerador do IFFE negativo, mesmo diante da saída líquida verificada na subconta OI, no caso do 3º trimestre. O denominador também foi negativo nesses trimestres, em decorrência dos déficits em TC que não foram cobertos por ID, que sofreu diminuições de 38,4% e 17,2% nas entradas líquidas, quando comparados aos valores registrados nos mesmos trimestres do ano anterior. Dessa forma, a classificação para o 1º e 3º trimestres de 2013 é Especulativa, uma vez que o IC forneceu em larga medida as divisas para as transações do BP nesses períodos.

Cabe salientar que essas entradas líquidas de IC ocorreram mesmo diante da aversão ao risco que se instalou nos mercados financeiros, devido, dentre outros fatores, à adoção de políticas no sentido da flexibilização de medidas que moderavam a entrada de recursos estrangeiros no País, a exemplo da eliminação da alíquota do IOF para

estrangeiros adquirentes de cotas de fundos de investimento imobiliário, bem como sobre as aplicações em renda fixa negociados no País por estrangeiros (BACEN, 2013).

O 2º trimestre do ano deteve menores entradas líquidas de IC, bem como saídas pela subconta OI, o que levou ao numerador positivo do IFFE, indicando menos capitais de curto prazo no País. O denominador do Indicador também foi positivo, uma vez que a entrada líquida de ID superou o déficit em TC, conferindo posição *Hedge* para esse período. Para o 4º trimestre do ano de 2013, o IFFE apontou postura *Ponzi*, uma vez que a necessidade de financiamento, representada por TC + ID negativo, não foi coberta nem mesmo pelos capitais de curto prazo (o que levaria a uma postura *Especulativa*), uma vez que houve saída líquida de IC, que somada à saída em OI, gerou numerador positivo do Indicador.

Como se verifica na Tabela 15, a análise para o acumulado do ano 2013 indica postura *Especulativa*, já que os dois termos do IFFE foram negativos. O saldo líquido da CF não conseguiu compensar o déficit em TC, tornando o BP deficitário nesse ano (diminuição de US\$5,9 bilhões nos ativos de reserva), após doze anos de superávits. O déficit em TC poderia ser compensado pela CF, não fosse a saída líquida de IC no último trimestre do ano e as saídas líquidas via OI, como consequência da retração da captação de empréstimos e financiamentos por parte de brasileiros no exterior, além da ampliação da saída de capitais brasileiros para aplicação em ativos no exterior. Isso ocorreu em um contexto de instabilidade no mercado financeiro mundial, devido aos fatores anteriormente mencionados, sobretudo à ameaça de reversão da política monetária nos EUA e, com isso, a possível elevação dos juros naquele país, o que têm efeito nos fluxos de capitais em todo o mundo.

**Tabela 15 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2013
US\$ bilhões)**

	Termos do IFFE				
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-23,73	7,39	-5,11	8,92	-12,53
TC + ID	-17,21	8,28	-11,40	-0,63	-20,60
Análise do resultado					
Resultado	1,38	0,89	0,45	-14,16	0,61
Sinal do resultado	+	+	+	-	+
Sinais dos termos	- / -	+ / +	- / -	+ / -	- / -
Classificação	<i>Especulativa</i>	<i>Hedge</i>	<i>Especulativa</i>	<i>Ponzi</i>	<i>Especulativa</i>

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

Para os quatro trimestres de 2014, o que chama a atenção é a expressiva ampliação dos influxos de capitais, com destaque para o IC, sobretudo nos dois primeiros trimestres, cujas entradas líquidas atingiram os volumes de US\$ 14 bilhões e US\$ 16 bilhões, respectivamente, o que significou elevação de 40% e 215% em comparação aos dois primeiros trimestres do ano anterior. Isso pode ter resultado, como aponta IPEA (2014), da queda de remuneração do T-Bond de 10 anos (título do Tesouro Americano, que saiu de 3% anuais no começo de 2014, para 2,6% em abril), além do diferencial das taxas de juros domésticas e medidas que estimulam a captação de empréstimos no exterior, as quais entraram em vigor desde 2013, como mencionado anteriormente. A elevada entrada líquida de IC foi responsável pelo numerador negativo do IFFE nos três primeiros trimestres de 2014. No entanto, no 3º trimestre a entrada líquida de IC caiu 40,4%, decorrência das incertezas do período eleitoral de 2014, além do “movimento generalizado de aversão ao risco associado a países emergentes nos meses de setembro e outubro” (IPEA, 2014, p. 54). Com isso, a entrada de US\$ 4,8 bilhões via conta OI, com destaque para empréstimos de médio e longo prazo, foi a principal responsável pelo numerador negativo do IFFE nesse trimestre.

O déficit em TC se elevou nos quatro trimestres de 2014, registrando US\$ 30,1 bilhões no último trimestre de 2014 ante US\$ 19,8 bilhões no mesmo trimestre do ano anterior. Assim, as entradas líquidas de ID, a despeito da sua elevação, não conseguiu superar os déficits em TC, o que tornou o denominador do IFFE negativo nos quatro trimestres. Dessa forma, o Indicador apontou postura Especulativa das contas externas em todos os trimestres do ano de 2014.

Nesse contexto, a análise anual do IFFE também aponta postura Especulativa, diante dos US\$ 104,1 bilhões de déficit em TC *vis-à-vis* os US\$ 74,8 bilhões de 2013, o que ocorreu devido ao saldo deficitário da BC em US\$ 6,6 bilhões, o primeiro desde 2000, além dos persistentes déficits nas subcontas serviços e renda. O déficit na subconta renda elevou-se em 40% em comparação com o ano anterior, a despeito da baixa elevação do saldo negativo em serviços - por volta de 3%. O desempenho ruim da BC em 2014 veio da dinâmica ruim das exportações, sobretudo dos bens manufaturados. O déficit da BC só não foi mais elevado devido à retração do volume de importações, que saiu de US\$ 241,2 bilhões em 2013 para US\$ 230,7 bilhões em 2014, fruto do baixo dinamismo da economia doméstica no ano (IPEA, 2014).

Com o elevado déficit em conta corrente, para o acumulado do ano, não compensado pelo ID (mesmo com a ampliação de 30,6% nas entradas líquidas, em

comparação ao ano anterior), o denominador do IFFE é negativo, assim como o numerador, o que permite a classificação Especulativa, como se verifica na Tabela 16.

Tabela 16 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano de 2014 (US\$ bilhões)

	Termos do IFFE				
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos					
Financeiros	-15,98	12,78	-11,41	-0,41	-40,57
(IC + D + OI)					
TC + ID	-12,68	-7,90	-3,50	-9,25	-33,33
Análise do resultado					
Resultado	1,26	1,62	3,26	0,04	1,22
Sinal do resultado	+	+	+	+	+
Sinais dos termos	- / -	- / -	- / -	- / -	- / -
Classificação	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

É importante notar que o saldo do BP, em 2014, foi superavitário em US\$ 10,8 bilhões, mesmo diante do alto déficit em TC, mantendo a estratégia de acúmulo de reservas levada a cabo mais fortemente a partir de 2007, via ingresso de capitais na CF, em detrimento de fontes de divisas próprias, como superávits comerciais.

2015: Especulativa

Os resultados do IFFE para o ano de 2015 apontam postura Especulativa para todos os trimestres, com exceção do 2º que assumiu postura *Hedge* fraca em face da redução de 42,2% do déficit em TC em comparação ao mesmo trimestre do ano anterior. No 1º trimestre o denominador foi negativo, em virtude do déficit em TC da ordem de US\$ 25,1 bilhões e que não foi superado pela entrada líquida de ID (US\$ 14,6 bilhões). O financiamento do déficit em TC contou com recursos advindos da CF, como IC e OI (US\$ 18, 9 bilhões e US\$ 5,1 bilhões, respectivamente), a despeito da saída líquida de US\$ 2 bilhões em D. Dessa forma, os ativos de reserva, no valor de US\$ 3, 2 bilhões, o que caracteriza superávit do BP, representam o excedente dos fluxos financeiros em relação à necessidade de financiamento do BP, contribuindo para a classificação Especulativa nesse trimestre.

Nos dois últimos trimestres de 2015, as contas externas também assumiram postura Especulativa, como apontado pelo IFFE, dado que as entradas líquidas de ID superaram os déficits em TC, visto que os últimos diminuíram nesses períodos (54% e 67,9%, respectivamente em comparação aos mesmos trimestres de 2014). No entanto, o

saldo positivo nos fluxos estáveis ou reais, foi inferior às saídas líquidas de fluxos financeiros, tornando o IFFE maior que 1, o que, nesse caso, leva à classificação Especulativa. A redução dos déficits em TC em todos os trimestres e, consequentemente, no acumulado do ano (o déficit saiu de US\$ 104,2 bilhões em 2014 para US\$ 58,9 bilhões em 2015) se deveu ao superávit da BC, que foi da ordem de US\$ 17,7 bilhões no ano, ante ao déficit registrado em 2014. Isso ocorreu face à redução de 25,3% no saldo de importações, a despeito da queda de 15,2% nas exportações em relação ao ano anterior. A redução das importações em 2015 se deu em contexto de retração da atividade econômica doméstica – a taxa de crescimento do PIB foi negativo em 3,9% (IBGE, 2016) – além da forte desvalorização cambial registrada, a qual desestimulou as importações e teve pouco impacto favorável nas exportações.¹⁶ Além disso, as exportações foram impactadas por fatores externos, como a desaceleração do crescimento econômico da China, importante parceiro comercial do Brasil e os impactos disso sobre os preços de *commodities*.

Em 2015 houve redução da entrada de capitais no País, o que se traduziu em menor saldo da CF, visto que a captação líquida caiu de US\$ 89,8 bilhões em 2014 para US\$ 53,2 bilhões em 2015. A redução das entradas líquidas, sobretudo de IC (chegando a registrar saída líquida da ordem de US\$ 6,4 bilhões) no 3º trimestre, se deu devido às incertezas em relação à economia brasileira, num contexto de crise política e mau desempenho econômico, expresso, por exemplo, pelo aumento da taxa de desemprego, a qual saiu de 4,6% da população economicamente ativa em outubro de 2014 para 7,8% em outubro de 2015 (IBGE, 2016b). Fatores externos também contribuíram para a redução das captações líquidas da CF, tais como, a incerteza acerca do processo de normalização da política monetária nos EUA, baixa perspectiva de crescimento global e turbulências nos mercados cambial e acionário na China, os quais impactaram na apreciação do dólar, bem como no aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros, levando à retração do fluxo de capitais, especialmente em direção às economias emergentes (BACEN, 2015).

Os dados para o acumulado do ano apontam saída líquida de recursos via OI (US\$ 23,9 bilhões), superior à entrada líquida de IC (US\$ 22 bilhões), a qual sofreu redução de 43% em relação ao ano anterior, devido às incertezas relacionadas à crise econômica enfrentada pelo Brasil, gerando numerador positivo para o IFFE. O

¹⁶ A taxa de câmbio nominal (venda) registrou desvalorização de 47% no ano, passando de R\$2,65/US\$, ao final de 2014, para R\$3,9048/US\$, ao final de 2015 (IPEADATA, 2016).

denominador também foi positivo face à redução do déficit em TC, que saiu de US\$ 104,2 bilhões em 2014 para US\$ 58,9 bilhões em 2015, a despeito da também queda de 13,1% na entrada líquida de ID. A saída líquida em fluxos financeiros (US\$ 5,3 bilhões) foi bem superior à entrada de recursos reais ou estáveis (US\$ 2,7 bilhões), o que tornou o valor do IFFE maior que 1 e permitiu a classificação Especulativa para o ano, expressa na Tabela 17.

Tabela 17 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano 2015 (US\$ bilhões)

	Termos do IFFE				
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	-22,01	-3,86	10,53	20,61	5,27
TC + ID	-20,01	1,78	5,42	15,50	2,69
	Análise do resultado				
	1º tri	2º tri	3º tri	4º tri	Ano
Resultado	1,10	-2,17	1,94	1,33	1,96
Sinal do resultado	+	-	+	+	+
Sinais dos termos	- / -	- / +	+ / +	+ / +	+ / +
Classificação	Especulativa	Hedge fraca	Especulativa	Especulativa	Especulativa

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

2016: *Hedge*

O processo de ajuste do BP iniciado em 2014 prossegue nos últimos períodos dessa análise, visto que nos três primeiros trimestres de 2016 observa-se contínua redução dos déficits em TC, uma vez que se registrou déficit de US\$ 13,6 bilhões no acumulado de janeiro a setembro de 2016 ante US\$ 49,2 bilhões no mesmo período de 2015. O elemento que mais impactou esse resultado foi a BC, cujos saldos dos três trimestres analisados de 2016 totalizam US\$ 34,2 bilhões, o que representa elevação de 283% em relação ao mesmo período do ano anterior, devido, sobretudo à expressiva queda das importações (22,4%), em decorrência, dentre outros fatores, da desvalorização cambial e do aprofundamento da crise econômica do País.¹⁷

A redução do déficit em TC e, portanto, da necessidade de financiamento externo do BP, acompanhada do movimento de queda das captações líquidas da CF desde 2015, implicam menor fragilidade financeira externa, uma vez que o País demandou menos recursos estrangeiros para o fechamento das contas externas. A queda da entrada de IC (na verdade, o saldo registrou saída líquida nos três trimestres de 2016)

¹⁷ A taxa de desemprego atingiu 8,2% em fevereiro de 2016 (IBGE, 2016).

e empréstimos externos registrados na subconta OI, bem como permanência do ID em níveis expressivos, levaram à classificação *Hedge* para os 2º e 3º trimestres do ano de 2016, bem como para o acumulado dos três trimestres, uma vez que o IFFE apresentou numerador positivo (devido às saídas líquidas em IC e OI) e denominador positivo superior ao valor do numerador (IFFE positivo e menor que 1) em face às entradas líquidas de ID em níveis superiores aos déficits em conta corrente, nos 2º e 3º trimestres. Já o 1º trimestre recebeu classificação Especulativa, pois embora o denominador do IFFE tenha sido positivo, ele foi inferior à saída líquida de fluxos financeiros, registrada no numerador (o Indicador foi maior que 1), como mostra a Tabela 18, a despeito da queda de 69,75% do déficit em TC e elevação de 203,7% na entrada líquida de ID.

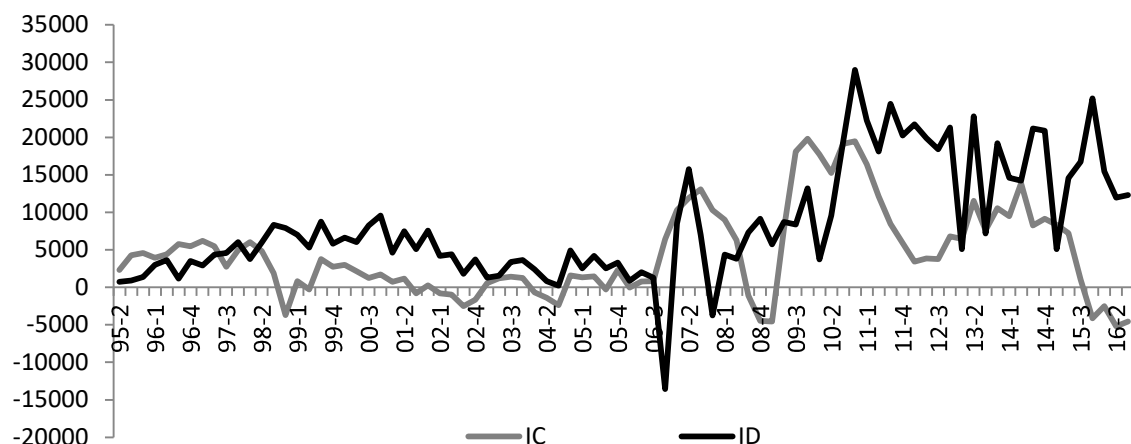
Tabela 18 - Aplicação do IFFE para os trimestres e acumulado do ano 2016 (US\$ bilhões)

Termos do IFFE				
	1º tri	2º tri	3º tri	Ano
Fluxos Financeiros (IC + D + OI)	14,69	6,94	1,94	23,57
TC + ID	7,87	11,05	7,20	26,12
Análise do resultado				
Resultado	1,87	0,63	0,27	0,90
Sinal do resultado	+	+	+	+
Sinais dos termos	+ / +	+ / +	+ / +	+ / +
Classificação	Especulativa	<i>Hedge</i>	<i>Hedge</i>	<i>Hedge</i>

Fonte: elaboração do autor com dados do BACEN (2016).

Enfim, como uma síntese de resultados encontrados para o IFFE, aponta-se a predominância da postura Especulativa (45 trimestres), seguida da postura *Hedge* (35 trimestres). A obtenção de postura *Hedge* se dá, sobretudo, em face à elevação da entrada de investimento estrangeiro, principalmente ID, cujo volume de entradas líquidas foi ampliado expressivamente no período, como mostra o Gráfico 6, diante da estabilidade econômica, da abertura financeira e dos ciclos de liquidez internacionais. Assim, os grandes volumes de ID contribuíram fortemente para a obtenção de denominadores positivos para o IFFE. No entanto, o crescente déficit em TC fez com que esses saldos positivos no denominador muitas vezes não fossem suficientes para superar as entradas líquidas de fluxos financeiros, levando à posição Especulativa ou *Hedge* fraca – 15 dos 35 trimestres *Hedge*.

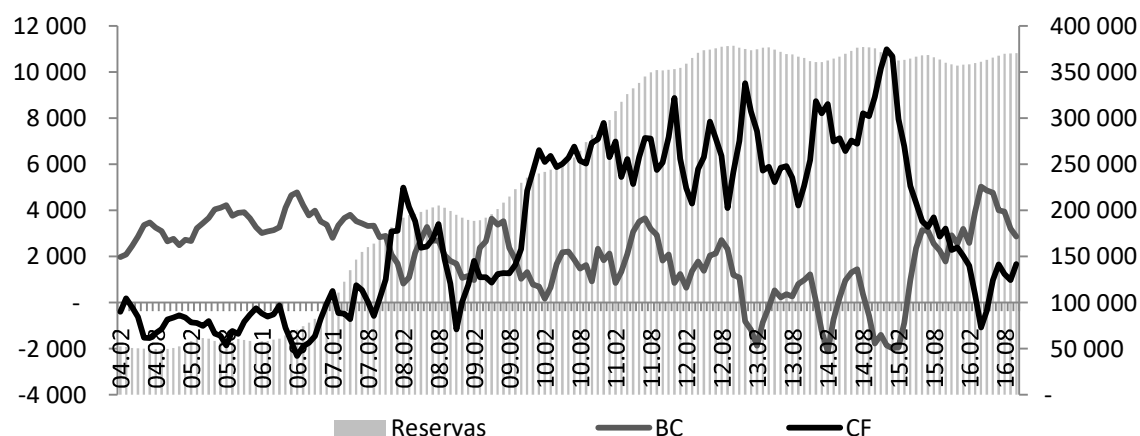
Gráfico 6 - Entradas líquidas de IC e ID, 2º trimestre de 1995 a 2º trimestre de 2016 (US\$ milhões)



Elaboração própria com dados do BACEN (2016).

Assim, com a análise dos fluxos para se entender a posição de fragilidade financeira externa e da solvência externa do País, ou seja, o seu estoque de reservas internacionais – pode-se inferir que o crescimento do estoque de reservas, principalmente a partir de 2007, chegando ao nível de mais US\$ 370 bilhões em outubro de 2016, se dá com grande participação dos saldos da CF, diante dos baixos saldos positivos (ou até negativos) da BC, como se observa no Gráfico 7, que apresenta médias móveis para se observar alguma tendência dos fluxos, que são bastante voláteis nos dados mensais

Gráfico 7 - Média móvel de três meses da BC, CF (captações líquidas) e Reservas internacionais (eixo à direita), fevereiro de 2004 a agosto de 2016 (US\$ milhões)



Fonte: elaboração própria com dados do BACEN (2016).

Assim, o gráfico 7, ao demonstrar que as reservas internacionais foram constituídas substancialmente por recursos da CF, ressalta uma questão importante que

deve ser enfrentada por economias abertas que é a administração das expectativas dos investidores externos, com o objetivo de impedir a saída deles, em busca de mercados que eles consideram mais seguros. Assim, quanto mais voláteis forem os capitais externos, mais subordinadas estão as políticas econômicas domésticas ao comportamento deles. Nesse sentido, a predominância da postura Especulativa e a substancial incidência da *Hedge* fraca no período analisado demonstra a elevada fragilidade financeira externa a que o País esteve submetido na maior parte do tempo, bem como a substancial vulnerabilidade das reservas internacionais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A ampliação da HIF de Minsky realizada nesse trabalho visou a investigar o grau de fragilidade financeira externa do BP, via análise da disponibilidade de divisas para o cumprimento das obrigações do País com o resto do mundo. No entanto, o foco não se dirigiu apenas à disponibilidade de divisas, mas sobretudo à composição delas. Para tanto, foi feita a diferenciação entre o que se denominaram fluxos financeiros e os fluxos estáveis ou reais. Com isso, o IFFE demonstrou, para cada trimestre, bem como para o acumulado dos anos analisados, o grau de fragilidade financeira externa a que o País esteve submetido.

Em linha com a ampliação da HIF para economias abertas, o Indicador estabeleceu parâmetros para a investigação do comportamento do BP e a consequente classificação dele conforme as posturas financeiras, isto é, *Hedge*, *Especulativa* e *Ponzi*, apontadas por Minsky (1986). Além disso, também criaram-se parâmetros que permitiram a diferenciação da postura *Hedge* em três tipos - robusta, equilibrada e fraca – o que tornou a análise mais precisa, ao demonstrar que até mesmo o comportamento *Hedge* pode não ser plenamente estável, tal como estabelece a teoria minskyana.

A análise levando em conta os fluxos das contas/subcontas selecionadas do BP possibilitou inferir que o estoque de reservas internacionais do País, que foi crescente no período investigado, foi composto majoritariamente por divisas advindas da CF, uma vez que os déficits em TC também tiveram tendência de crescimento no período (só houve superávits no período de 2003 a 2007), tornando imperativo o financiamento externo das transações com o resto do mundo. Além disso, a predominância da postura *Especulativa* nos trimestres analisados demonstrou que o estoque de reservas é composto de forma expressiva de recursos mais voláteis, o que imprime maior nível de fragilidade financeira externa e dependência em relação a esses capitais, visto que eventuais movimentos bruscos deles, em reflexo a episódios de instabilidade nos mercados financeiros, podem consumir rapidamente boa parte desse estoque.

Portanto, a contribuição desse trabalho foi no sentido de oferecer bases - via apresentação do IFFE – para análises do setor externo, seguindo a ampliação da HIF de Minsky para economias abertas. Assim, os parâmetros servem de guia para inferir-se a que nível está a fragilidade financeira externa do BP. Não obstante, cabe ressaltar que esses parâmetros são parte de um esforço para estabelecer critérios gerais capazes de simplificar, tanto quanto possível, a complexa análise do setor externo.

A conclusão mais importante apontada pelos resultados do IFFE é que a estratégia de acumulo de reservas adotada pelo Brasil, levada à cabo mais intesamente a partir da segunda metade da década de 2000, ao mesmo tempo em que pode se configurar como um instrumento capaz de salvaguardar o País diante de episódios especulativos nos fluxos de capitais, se constitui ela mesma elemento de instabilidade e fragilidade financeira externa, uma vez que as reservas internacionais, como mostrou o IFFE, com a predominância da postura Especulativa e a substancial incidência da *Hedge* fraca, conta com grande participação de divisas voláteis suscetíveis a movimentos bruscos em resposta a fatores internos e, em maior medida, externos, sobretudo os ciclos internacionais de liquidez.

A constituição de estoques de reservas via atração de capital estrangeiro com predominância dos fluxos financeiros, em detrimento dos estáveis ou reais, além de não enfrentar de fato a fragilidade financeira externa, pode comprometer a autonomia das políticas econômicas domésticas, sobretudo a monetária e cambial, ao subordiná-las aos movimentos dos fluxos com caráter mais especulativo. Assim, os crescentes déficits na BC e, conseqüentemente, em TC, além da aceitação e progressiva dependência de compromissos financeiros de curto prazo pode conduzir à elevada fragilidade financeira externa no período analisado, mesmo sendo o País detentor de volume considerável de reservas cambiais.

REFERÊNCIAS

AVERBUG, A; GIAMBIAGI, F. **A crise brasileira de 1998/1999: origens e consequências**. BNDES, Área de Planejamento, Departamento Econômico - DEPEC, 2000.

AZEVEDO, A. F. Z., & Portugal, M. S. Abertura comercial brasileira e instabilidade da demanda de importações. **Nova Economia**, 8(1), 37-63, 1998.

BATISTA JR, P. N. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. **Estudos Avançados**, v. 10, n. 28, p. 127-197, 1996.

BAUMANN, R.; RIVERO, B.; ZAVATTIERO, Y. As tarifas de importação do Plano Real. **Fundação Getúlio Vargas**, 1998.

BACEN. Boletim do Banco Central do Brasil – **Relatório anual 2000**. Relações econômico-financeiras com o exterior.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2000>

_____. Boletim do Banco Central do Brasil – **Relatório anual 2001**. Relações econômico-financeiras com o exterior, 2001.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2001>

_____. Boletim do Banco Central do Brasil – **Relatório anual 2002**. Relações econômico-financeiras com o exterior, 2001.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2002>

_____. Boletim do Banco Central do Brasil – **Relatório anual 2008**. Relações econômico-financeiras com o exterior, 2008.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2008>

_____. Boletim do Banco Central do Brasil – **Relatório anual 2009**. Relações econômico-financeiras com o exterior, 2009.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2009>

_____. Boletim do Banco Central do Brasil – **Relatório anual 2012**. Relações econômico-financeiras com o exterior, 2012.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2012>

_____. Boletim do Banco Central do Brasil – **Relatório anual 2013**. Relações econômico-financeiras com o exterior, 2013.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2013>

_____. **Nota metodológica nº1**. Adoção da 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento (BPM6), 2014. Disponível em:

<http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/nm1bpm6p.pdf>

_____. Boletim do Banco Central do Brasil – **Relatório anual 2015**. Relações econômico-financeiras com o exterior, 2015.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2015>

_____. **Série histórica do Balanço de Pagamentos**. 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional (BPM6). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>, 2016.

CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, v. 8, n. 2, p. 57-92, 2016.

DEOS, S. S. Instabilidade Financeira numa economia de mercado de capitais. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.19, n.2, p.38-61, 1998.

DYMSKI, G. A. “Economia de bolha” e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. **Economia e Sociedade**, v. 7, n. 2, p. 73-136, 1998.

FEIJÓ, C. A. Decisões empresariais em uma economia monetária de produção: notas para uma teoria pós-keynesiana da firma. **Revista de Economia Política**, v. 13, n. 1, p. 82-100, 1993.

FRANCO, G. A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de economia política**, v. 18, n. 3, pp. 121 – 147. 1998.

GABRIEL, L. F.; BAHRY, T. Fragilidade financeira e fluxo de capitais: suas implicações para uma economia aberta e integrada a partir do caso da União Monetária Europeia. **Revista Economia Ensaio**, Uberlândia (MG) – v. 25, n. 1, p. 59-80, Jul./Dez. 2010.

GALBRAITH, J. The generalized Minsky moment. In: **Conference Proceedings of the 17th Annual Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economics: Credit, Markets and the Real Economy – Is the Financial System Working?**, p. 22–32, Blithewood/USA, 2008.

GATTI, D. D., GALLEGATI, M. Financial instability revisited: aggregate fluctuations due to changing financial conditions of heterogeneous firms. In: BELLOFIORE, R.; FERRI, P. (Org.). **Financial Fragility and investment in the Capitalist Economy – The Economic Legacy of Hyman Minsky**, v.2. Northampton, Massachussetts: Edward Elgar, 2001.

IBGE. **Série do PIB anual a preços de mercado**. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2016.

_____. **Pesquisa mensal de emprego - regiões metropolitanas**. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2016b.

_____. **Carta de conjuntura nº 15**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

4º trimestre de 2011. Disponível em:

http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=12659&Itemid=3

_____. **Carta de conjuntura nº 17**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

3º trimestre de 2012. Disponível em:

http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=16527&Itemid=3

_____. **Carta de conjuntura nº 25**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

4º trimestre de 2014. Disponível em:

http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=24253&Itemid=3

_____. **Série histórica taxa de câmbio R\$ / US\$ - comercial – compra**, 2016.

Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>

_____. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas, 1982.

_____. **Yes, “it” did happen again: a Minsky crisis happened in Asia**. New York: Jerome Levy Economics Institute, Working paper; n. 234, 1998.

_____. **External Financing for Development and International Financial Instability**. United Nations Conference on Trade and Development. G-24 Discussion Paper n. 32, 2004.

_____. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia Univ. Press, 1975

_____. **Can it happen again? Essay on instability and finance**. Nova York: ME Sharpe, 1984.

_____. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale Univ. Press, 1986.

_____. **The Financial Instability Hypothesis**. New York: The Levy Economics institute of Bard College. Working Paper n. 74, Annandale-on-Hudson, 1992.

_____. Integração financeira e política monetária. **Economia e Sociedade**, v.32, n.3, p. 21-36, 1994.

_____. **MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. Revista de Economia Política**, v. 8, n. 1, 1988.

- NASCIMENTO, E. R.; SOUZA, A. F. Uma Breve Análise da Evolução do Balanço de Pagamentos no Brasil. **Comércio Exterior**, v. 1601, p. 1-28, 2007.
- OREIRO, J. L.; FEIJÓ, C. A. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. **Revista de economia política**, v. 30, n. 2, p. 219-232, 2010.
- PAULA, L. F. R.; ALVES JÚNIOR, A. J. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 1, p. 73, 1999.
- PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. **Economia e Sociedade**, Campinas: v. 5, n. 1, p. 61-78, dez.1995.
- PRATES, Daniela Magalhães. O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008. **Escritório no Brasil/IPEA** (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 12), Brasília, DF, 2010.
- RESENDE, M. F. C.; AMADO, A. M. Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. **Revista de economia política**, v. 27, n. 1, p. 41-59, 2007.
- RODRIGUES, A. F. **Fragilidade financeira externa: uma análise da economia brasileira no período 1994-2012**. 111f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Centro de Ciências jurídicas e Econômicas, Universidade Federal do Espírito Santo. Vitória, 2013.
- SOUZA, F. E. P. A política de câmbio do plano real (1994-1998) especificidades da âncora brasileira. **Revista de economia contemporânea**, v. 3, p. 37, 1999.
- TERRA, F. H. B.; FERRARI FILHO, F. A Hipótese de Fragilidade Financeira Aplicada ao Setor Público: Uma Análise para a Economia Brasileira no Período 2000-2009. **Revista Economia A**, Brasília (DF), v.12, n.3, p.497–516, set/dez 2011.
- TYMOIGNE, E. **The Minskyan System, Part I Properties of the Minskyan Analysis and How to Theorize and Model a Monetary Production Economy**. The Levy Economics institute of Bard College. Working Paper n. 452. Annandale-on-Hudson New York, June 2006.
- VERCELLI, A. **Minsky, Keynes and the structural instability of a sophisticated monetary economy**. In: BELLOFIORE, R.; FERRI, P. (Org.). **Financial Fragility and investment in the Capitalist Economy – The Economic Legacy of Hyman Minsky**, v.2. Northampton, Massachussetts: Edward Elgar, 2001.