

# FRAGILIDADE FINANCEIRA EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA: UMA INTERPRETAÇÃO MINSKYANA NO PERÍODO 1994/2014

Alexandre Ottoni Teatini Salles<sup>1</sup>  
Andrea Fernandes Rodrigues<sup>2</sup>  
Fábio Henrique Bittes Terra<sup>3</sup>

## RESUMO

A contas externas de um país dependem do volume e da composição dos fluxos financeiros e comerciais e de aspectos macroeconômicos (como o regime de câmbio adotado e a taxa de juros) e estruturais (i.e., o grau de abertura e a estrutura do sistema financeiro). Tendo isto em mente, o artigo visa, para a economia brasileira no período de 1994 a 2014: (i) analisar o impacto da integração financeira na estrutura financeira do Brasil; (ii) descrever o cenário externo do período em questão; e, (iii) investigar como as decisões das autoridades monetárias interferiram na fragilidade financeira externa do país a partir da abordagem desenvolvida por Hyman Minsky, e re-elaborada por autores nacionais. Conclui-se que apesar de a economia brasileira ter apresentado uma melhora nos indicadores de vulnerabilidade externa, é necessária a implementação de políticas voltadas para a expansão da capacidade produtiva e da competitividade da indústria nacional.

**Palavras-chave:** Fragilidade Financeira Externa; Setor Externo; Economia Brasileira.

## EXTERNAL FINANCIAL FRAGILITY OF THE BRAZILIAN ECONOMY: A MINSKYAN INTERPRETATION OVER 1994/2014

## ABSTRACT

The evolution of the external accounts of a country depends on the volume and composition of financial flows and trade, as well as its macroeconomic interaction. Therefore, the article considers macroeconomic (such as exchange rate regime adopted and the prevailing interest rate) and structural (i.e., the openness degree and the structure of financial system) aspects of the Brazilian economy over 1994-2014. In view of that, the article aims to: (i) analyze the impact of financial integration in the Brazil's financial structure; (ii) describe the external context of the period in question; and (iii) investigate how the decisions of the monetary authorities interfere in the country's external financial fragility, based on the approach developed by Hyman Minsky, and re-elaborated by Brazilian authors. It is concluded that although the Brazilian economy improved its external vulnerability indicators, it is necessary to implement policies aiming to expand its production capacity and domestic industry competitiveness.

**Keywords:** External Financial Fragility; External Sector; Brazilian Economy.

**Jel:** F30; E12; F39.

<sup>1</sup> Programa de Pós-Graduação em Economia - Universidade Federal do Espírito Santo. PhD em Economia pela University of Hertfordshire/UK, Mestre em Economia pela Universidade Federal Fluminense (UFF) e bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Espírito Santo. E-mail: aotsalles@gmail.com

<sup>2</sup> Universidade Federal do Espírito Santo. E-mail: deiaa\_rodrigues@hotmail.com

<sup>3</sup> Programa de Pós-Graduação em Economia - Universidade Federal de Uberlândia. E-mail: fhbtterra@ie.ufu.br

## 1 INTRODUÇÃO

A evolução das contas externas de qualquer país depende não somente do volume e da composição dos fluxos financeiros e comerciais, mas principalmente da interação entre estes dois fatores. Por isso, para analisar o tema é preciso considerar variáveis macroeconômicas chaves tais como o câmbio e a taxa de juros, tanto quanto aspectos estruturais como grau de abertura externa e a estrutura do sistema financeiro. Tendo isto em mente, o objetivo do artigo é examinar a evolução das contas externas brasileiras durante os primeiros 20 anos do Plano Real, ou seja, de 1994 a 2014. Para tanto, o trabalho procura: (i) analisar o impacto da integração financeira na estrutura financeira do Brasil pós-1990; (ii) descrever o cenário externo que marcou tal período; e, (iii) verificar como as decisões das autoridades monetárias relacionam-se com a fragilidade externa do país.

A contribuição deste artigo é atualizar e avançar a análise do artigo seminal de Paula e Alves Jr. (1999). Neste, os autores analisam a fragilidade externa da economia brasileira a partir de um Índice de Fragilidade Financeira (IFE) inspirado na abordagem desenvolvida por Hyman Minsky (1986). Desde 1999, a literatura pós-keynesiana referente à aplicação do IFE para a economia brasileira tem avançado. Pudwell (2001) fez o mesmo cálculo para o período 1994-1999. Caruso (2007) e Barros (2008) expandiram o cálculo deste indicador até 2006 utilizando a nova metodologia de divulgação do balanço de pagamentos implementada pelo Banco Central em 2001. Neste particular, a lacuna preenchida pela presente análise consiste em atualizar o cálculo do IFE até 2014, interpretando suas repercussões na economia do país.

O artigo está estruturado em três seções além desta introdução. A seção 2 apresenta as características do IFE, a metodologia para a o cálculo do IFE para a economia brasileira até 2014 e seus resultados. Esta seção ainda caracteriza as posturas financeiras para o setor externo em consonância com a tipologia desenvolvida por Minsky e por autores pós-keynesianos brasileiros, em especial (Paula e Alves Jr., 1999). A seção seguinte descreve a política econômica brasileira até o ano de 2012. Para a melhor compreensão da análise a ser feita, o período selecionado foi dividido em cinco fases, quais sejam: (i) 1994-1998; (ii) 1999-2002; (iii) 2003-2006; (iv) 2007-2010; e, (v) 2011-2014. Finalmente, considerações finais concluem o artigo.

## 2 O IFE E SUA APLICAÇÃO PARA ECONOMIA BRASILEIRA DE 1994 A 2014

Paula e Alves (1999) adaptaram a teoria de Minsky (1986) para o setor externo e desenvolveram o IFE, que é um indicador que concilia variáveis de fluxos, e estoques para calcular o grau de dependência de uma economia de refinanciamentos do mercado internacional de capitais. Como aponta Hermann (1993), os valores absolutos do cálculo de indicadores de fragilidade financeira<sup>4</sup> são menos relevante do que verificar a trajetória econômica ao longo do tempo. Para ela, os índices devem ser utilizados para examinar a tendência econômica e as possíveis as oscilações no balanço de pagamentos em cada período estudado. Neste sentido, o IFE é um índice que mede a capacidade pontual da economia em honrar seus compromissos mais imediatos em moeda estrangeira e sustentar o equilíbrio do balanço de pagamento (BP).

Considerando-se:  $M$  importações,  $X$  exportações;  $D_j$  despesas com juros e  $D_{os}$  as despesas com outros serviços;  $R_j$  receitas com juros e  $R_{os}$  as receitas de outros serviços;  $A$  as amortizações,  $CCP-1$  o estoque de capitais de curto prazo, defasado em um período;  $PLA-1$  o estoque de investimento líquido em portfólio, defasado em um período;  $RE-1$  as reservas internacionais acumuladas até o período anterior;  $I_d$  os investimentos diretos e  $E_{ml}$  os empréstimos de médio e longo prazo, tem-se que o IFE é definido por:

$$IFE = \frac{(M + D_j + D_{os} + A + CCP_{-1} + PLA_{-1})}{X + R_j + R_{os} + RE_{-1} + I_d + E_M}$$

Pela relação matemática descrita, por um lado, quanto mais positivo o resultado do IFE, mais intensa é a vulnerabilidade externa de uma economia diante de mudanças na conjuntura econômica. Por outro lado, menores valores do IFE significam a redução da dependência do país em relação ao mercado internacional de capitais, bem como a elevação de sua capacidade de quitar os compromissos financeiros mais imediatos, que podem ter sido substituídos por empréstimos de médio e longo prazo ou foram cobertos por recursos correntes.

<sup>4</sup> Araújo, Araújo e Bruno (2001) explicam que os conceitos de fragilidade e vulnerabilidade externa são diferentes, porém interdependentes. O primeiro está associado à abordagem de Minsky (1986), mas ambos refletem a ideia da capacidade de a economia honrar suas obrigações atuais diante de choques internos e externos.

A interpretação do IFE é análoga à Hipótese de Fragilidade Financeira de Minsky (1986), que torna possível classificar as posturas financeiras para o setor externo de uma economia. De forma esquemática, propõe-se neste artigo a caracterização destas posturas da seguinte forma:

$$X + R_j + R_{os} > (M + D_j + D_{os}) + (A + CCP_{-1} + PLA_{-1})$$

o que significa dizer que,

$$\textit{Receitas correntes} > \textit{Despesas correntes} + \textit{despesas financeiras}$$

Logo, uma economia é *hedge* quando suas receitas correntes são suficientes para pagar integralmente suas obrigações correntes (importação e despesas com juros e outros serviços) somados aos gastos financeiros, que são a amortização, estoque de capital de curto prazo e o investimento líquido do país. Se o país é *hedge*, ele não precisa recorrer a refinanciamentos externos nem à redução do nível de reservas para sustentar o equilíbrio do BP.

Por sua vez, a posição especulativa apresenta desequilíbrios nas contas correntes do BP, por não apresentar saldos positivos para realizar o pagamento dos juros pago pela detenção de dívida. Neste caso, para financiar os déficits, o país necessita de outras receitas, como a utilização de reservas internacionais e/ou influxo de investimentos diretos. No entanto, ela não apresenta necessidade de refinanciamentos em longo prazo para suprir os déficits de curto prazo. Assim, a posição especulativa para o setor externo de um país é definida por:

$$(X + R_j + R_{os}) + RE_{-1} + I_d > (M + D_j + D_{os}) + (A + CCP_{-1} + PLA_{-1})$$

isto é:

$$\textit{Receitas correntes (com } RE_{-1} + I_d) > \textit{Despesas correntes} + \textit{despesas financeiras}$$

Por último, a postura *Ponzi* é aquela que os gastos com transações correntes e obrigações financeiras são superiores à toda entrada de recurso vindo de não residentes. Por isto, é necessário recorrer a refinanciamentos com os capitais estrangeiros e/ou dispor das reservas internacionais para saldar compromissos imediatos e promover uma diminuição do déficit nas contas correntes. Neste caso, o país encontra-se em uma situação financeira mais frágil e há necessidade recorrente de recorrer ao mercado internacional de capitais para realizar refinanciamentos de

longo prazo,  $E_{ml}$ , para cobrir compromissos de curto prazo. Sob tal lógica, a estrutura *Ponzi* é definida:

$$(X + R_j + R_{os}) + RE_{-1} + I_d + E_{ml} > (M + D_j + D_{os}) + (A + CCP_{-1} + PLA_{-1})$$

Ou seja:

$$Receitas correntes (com  $RE_{-1} + I_d$ ) < Despesas correntes + despesas financeiras$$

Para a aplicação do IFE no caso brasileiro, é importante salientar que a partir de janeiro de 2001, o Banco Central do Brasil (BCB) alterou a metodologia de divulgação dos dados referentes ao balanço de pagamentos para compatibilizá-la à metodologia do Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (FMI). Desde a mudança, algumas séries utilizadas por Paula e Alves (1999) foram descontinuadas. Assim, seguindo o modelo de Barros (2008), este trabalho aplica o IFE utilizando cinco *proxies* para as variáveis descontinuadas do IFE. A primeira delas é a amortização dos empréstimos,  $A$ , que passa a corresponder às amortizações de médio e longo prazos enquanto que a segunda refere-se ao cálculo do estoque de capital de curto prazo ( $CCP$ ) após 2001, cujos valores observados foram atualizados pela soma da variação da dívida externa de curto prazo no período  $t$  ao estoque do período  $t-1$ . A mesma alteração foi realizada para o cálculo dos empréstimos de médio e longo prazo,  $E_{ml}$ , que a partir da nova metodologia foi substituída pela *proxy* variação da dívida externa de médio e longo prazos. Por sua vez, o estoque de investimento líquido em portfólio foi contabilizado somando-se os investimentos estrangeiros em carteira e ações de companhias brasileiras desde 1994. Por fim, apuraram-se as reservas internacionais pelo conceito de liquidez internacional<sup>5</sup>.

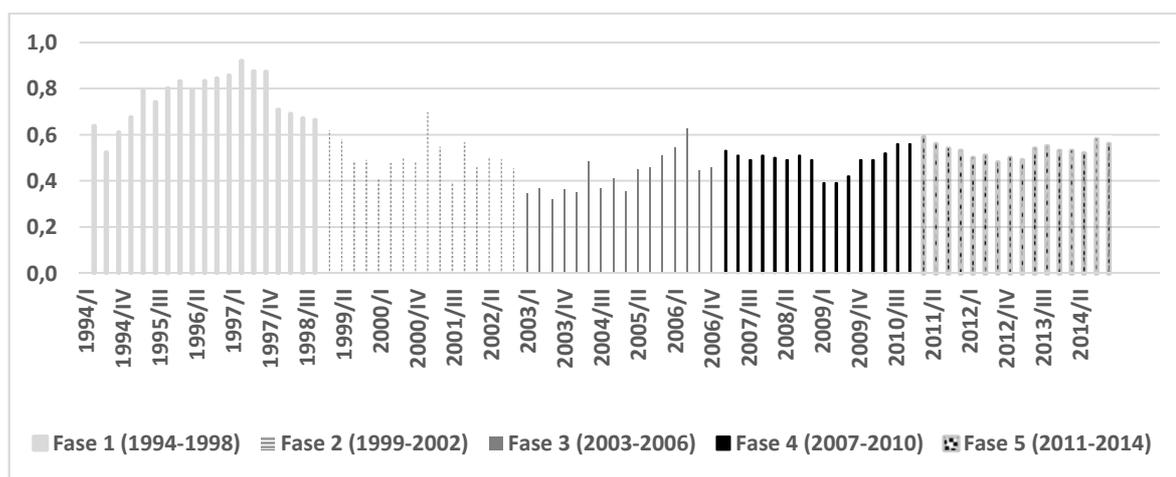
Pois bem, realizou-se o cálculo do IFE para o período 1994-2014. Para tanto, utilizaram-se séries trimestrais do BP divulgadas pelo BCB (2015) e IPEADATA (2015), e que estão descritivamente apresentados nesta seção sem que, contudo, sejam discutidos os detalhes dos dados, que é o objetivo da seção 3. A Figura 1, portanto, apresenta o IFE para o período 1994-2014.<sup>6</sup> Uma breve observação da

<sup>5</sup> Este critério considera as reservas internacionais que tiveram origem nos superávits do BP mais os títulos em dólar e outros recursos de médio e longo prazo detidos no Banco Central.

<sup>6</sup> Um dos objetivos do trabalho era realizar uma parametrização do IFE para identificar um intervalo para as posturas financeiras externas. No entanto, conforme Paula e Alves (1999) já haviam notado, não é possível através do índice estabelecer o ponto que uma economia passa da postura *hedge*

Figura dá conta de que no período 1994-1998, que corresponde aos primeiros anos de implantação do Plano Real, a fragilidade financeira externa apresentou os valores mais elevados, atingindo o pico de 0,92 no primeiro trimestre de 1997. Após a mudança no regime cambial brasileiro em 1999, a fragilidade financeira externa reduziu. O IFE médio do período 1999-2002 foi de 0,51. No terceiro subperíodo 2003-2006, o valor médio reduziu-se e atingiu 0,43. Seu valor máximo neste subperíodo fase foi 0,62 no segundo trimestre de 2006. Entre 2007 e 2010, ocorreu um aumento do IFE médio para 0,49 em decorrência do cenário internacional conturbado pela crise internacional. Por sua vez, entre 2011 e 2014, a fragilidade financeira permaneceu em patamares baixos com valor médio de 0,53.

Figura 1 – Evolução do IFE de 1994 a 2014



Fonte: BCB (2015) e IPEADATA (2015). Elaboração própria.

Em geral, o Brasil não apresentou em nenhum momento do período analisado uma postura financeira externa *hedge*. A principal fonte de receitas correntes do país é a exportação, que durante a série histórica nunca foi alta suficiente para cobrir os gastos totais externos. Em toda série de 75 observações, houve dois momentos *Ponzi*: no segundo trimestre de 1994 e no segundo de 1997 (respectivamente, 0,64 e 0,92). Portanto, nos outros períodos, a economia brasileira se comportou de forma especulativa, com o IFE variando de 0,32 a 0,92. Isto evidencia que não se pode definir um padrão para as posturas financeiras a partir do IFE, porque há períodos

para especulativa e, por conseguinte, *Ponzi*, pois o IFE varia de 0 a  $+\infty$  por ser uma somatória com valores absolutos, enquanto que para o índice realizado para o setor público varia entre  $-\infty$  e  $+\infty$ .

que seus valores podem caracterizar uma economia especulativa e em outros momentos, *Ponzi*.

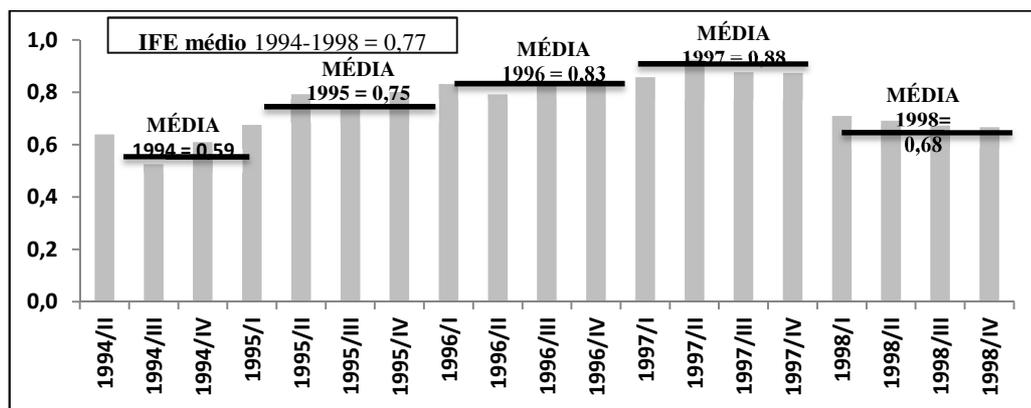
### **3 A ANÁLISE POR FASE: POLÍTICA ECONÔMICA E DETERMINANTES PARA A EVOLUÇÃO DAS CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS ENTRE 1994 E 2014**

#### **3.1 Primeira fase: 1994-1998 - Implantação do Plano Real**

Conforme a Figura 2, o subperíodo 1994-1998 apresentou alta vulnerabilidade externa, com os maiores valores do IFE em todo subperíodo, atingindo uma média de 0,77. O contexto internacional foi marcado por abertura externa nos países em desenvolvimento, excesso de liquidez internacional entre 1996 e 1997 e crises internacionais entre 1997 e 1998. No trimestre anterior à adoção do real, a situação financeira externa brasileira era *Ponzi*. Apesar de o valor do IFE ser relativamente baixo (0,64), este resultado acompanha a situação macroeconômica da época. Para o processo de estabilização de preços, foi necessária a busca de recursos externos para ampliar as reservas nacionais com intuito de administração cambial. Além disto, o subperíodo foi marcado pelo pagamento elevado de amortizações de empréstimos de médio e longo prazo, em função dos planos de renegociação da dívida externa no bojo do Plano Brady, que levou a um aumento do numerador do IFE no subperíodo algo que, contudo, foi contraposto com o aumento do endividamento externo em longo prazo.

O programa de estabilização de preços foi sustentado pelo controle da taxa nominal de câmbio pelo Banco Central. Em um contexto de grande mobilidade de capitais, as autoridades econômicas definiam os patamares cambiais que inibisse a possibilidade efeitos *pass through*. A âncora cambial era sustentada pela manutenção de taxa de juros básica elevada para atrair um volume de capital estrangeiro que cobrisse eventuais déficits correntes e promovesse o equilíbrio do BP a ponto de sustentar a determinação da taxa de câmbio e acumulasse reservas. Portanto, a taxa de câmbio era o principal instrumento de ajuste de preços, assegurada por taxa de juros elevadas para coibir ataques especulativos (PUDWELL, 2001; TERRA; FERRARI FILHO, 2012).

Figura 2 – Evolução do IFE, de 1994 a 1998



Fonte: BCB (2015). Elaboração própria.

Na primeira fase, há dois momentos distintos da política cambial. De julho de 1994 a março de 1995, o BCB adotou bandas cambiais assimétricas, com teto de R\$1/US\$1, mas deixava o mercado livre quando havia tendência de apreciação do real. No tempo restante até janeiro de 1999, o BCB adotou minidesvalorizações constantes e pré-anunciadas, na qual a taxa de câmbio nominal desvalorizava 0,6% ao mês ou 7% ao ano. Assim, em termos nominais, a taxa de câmbio depreciou-se do início do plano até o final de 1998, no entanto, em termos reais, ela manteve-se valorizada em todo o subperíodo (ver Gráfico 3). O resultado da combinação de câmbio valorizado e juros elevados, associado à demanda interna aquecida pelo fim da inflação, foi uma deterioração da conta corrente do BP, cujo déficit foi de US\$ 1,8 bilhão em 1994 para US\$ 33 bilhões em 1998 (BCB, 2015). O déficit corrente foi financiado pela entrada de capital estrangeiro, em especial recursos especulativos atraídos pelo diferencial das taxas de juro doméstica e externa e pelo investimento direto entrante no processo de privatização. Ademais, outra medida adotada pelo governo no combate à inflação foi a redução unilateral de tarifas de importação. Pela Tabela 1, percebe-se a elevação das importações em ritmo maior que o crescimento das exportações entre 1994 e 1998, em que o aumento foi de 56% e 18%, respectivamente. Isto foi um dos motivos para o elevado IFE médio no subperíodo.

Como mostra a Figura 2, com a política de bandas cambiais assimétricas, o IFE apresentou uma tendência ascendente justificada pela deterioração da balança comercial do início do Plano Real até o primeiro trimestre de 1995. No geral, o país apresentou superávit na conta de capitais, que financiaram os déficits comerciais ocorridos no subperíodo. Porém, a entrada de capitais de curto prazo teve

comportamento oscilatório, caindo fortemente no final de 1994, diante do efeito Tequila provocado pela crise econômica no México. A redução substancial do volume das reservas internacionais foi outro determinante que elevou o IFE nestes três trimestres. O nível de reservas passou de US\$ 43 bilhões no terceiro de 1994 para US\$ 38 bilhões no primeiro trimestre de 1995.

Para enfrentar a crise mexicana, promoveu-se a política cambial com adoção de minibandas e minidesvalorizações para evitar maiores desequilíbrios no BP. Além da alteração cambial, promoveu-se uma política monetária contencionista com taxas de juros ainda mais elevadas e limitação de crédito, e elevação de impostos para importação (PAULA; ALVES, 1999). Resultaram-se em pequenos saldos positivos da balança comercial nos dois últimos trimestres do ano e no influxo de capital de curto prazo, com o conseqüente aumento deste tipo de dívida, que não foi compensada pela elevação do IDE. Desta forma, do segundo trimestre de 1995 ao final de 1998, o país apresentou alta fragilidade externa.

Em 1996, o IFE médio se elevou para 0,83, resultado da recuperação das importações que cresceram 61% em relação a 1994, enquanto as exportações aumentaram apenas 10,6%. Ao mesmo tempo, o saldo de serviços e rendas no triênio apresentou déficits ainda maiores, por conta do aumento da renda oriunda dos ganhos reais no salário, elevando as despesas não financeiras dos residentes, principalmente com transporte e viagens internacionais. Isto elevou o déficit na conta de serviços e rendas de 1994 para 1996 em 38%. Mesmo com a redução da taxa de juros no subperíodo, média de 26,56% em 1996 ante 53% em 1995, Tabela 1, a maior liquidez internacional implicou aumento do capital de curto prazo ingressante no país, de forma que o investimento em portfólio cresceu 120% em relação a 1995.

Tabela 1 - Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 1994 a 1998

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Balança Comercial (FOB)</b>	<b>10.466,47</b>	<b>-3.465,62</b>	<b>-5.599,04</b>	<b>-6.752,89</b>	<b>-6.574,50</b>
Exportações	43.545,16	46.506,28	47.746,73	52.994,34	51.139,86
Importações	33.078,69	49.971,90	53.345,77	59.747,23	57.714,36
<b>Balança de Serviços e Rendas</b>	<b>-14.691,77</b>	<b>-18.540,51</b>	<b>-20.349,52</b>	<b>-25.522,28</b>	<b>-28.299,39</b>
Serviços	-5.657,27	-7.482,95	-8.681,12	-10.646,03	-10.110,52
Rendas	-9.034,50	-11.057,56	-11.668,40	-14.876,25	-18.188,87
<b>Saldo em Transações Correntes</b>	<b>-1.811,23</b>	<b>-18.383,71</b>	<b>-23.502,08</b>	<b>-30.452,26</b>	<b>-33.415,90</b>
<b>Conta Capital e Financeira</b>	<b>8.692,21</b>	<b>29.095,45</b>	<b>33.968,07</b>	<b>25.800,34</b>	<b>29.701,65</b>
<b>Conta Financeira</b>	<b>8.518,28</b>	<b>28.743,77</b>	<b>33.514,24</b>	<b>25.407,74</b>	<b>29.381,23</b>

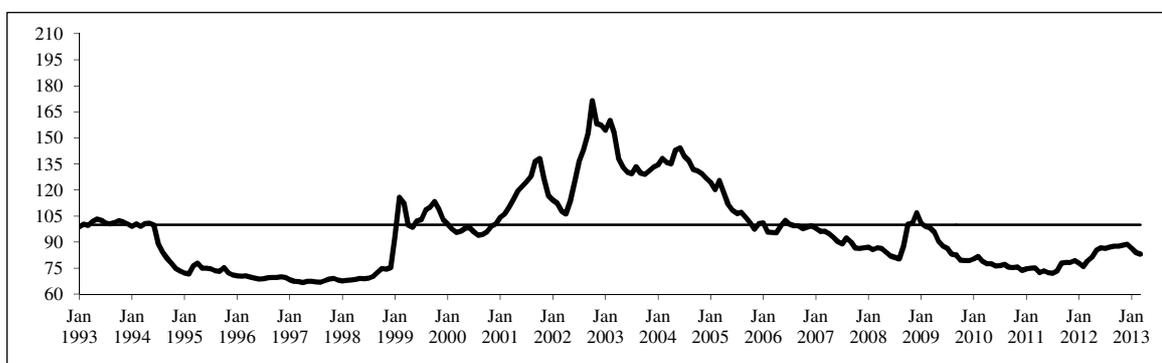
<b>Investimentos Diretos</b>	<b>1.460,00</b>	<b>3.309,48</b>	<b>11.260,75</b>	<b>17.877,37</b>	<b>26.001,60</b>
Investimento Direto Brasileiro	-689,90	-1.095,64	469,06	-1.115,56	-2.854,01
Investimento Direto Estrangeiro	2.149,90	4.405,12	10.791,69	18.992,93	28.855,61
<b>Investimentos em Carteira</b>	<b>50.642,20</b>	<b>9.216,79</b>	<b>21.618,87</b>	<b>12.615,57</b>	<b>18.124,97</b>
Investimento Brasileiro em Carteira	-3.404,60	-1.155,38	-402,80	1.707,64	-457,23
Investimento Estrangeiro em Carteira	54.046,80	10.372,17	22.021,67	10.907,94	18.582,21
Derivativos	-27,42	17,46	-38,34	-252,62	-459,85
<b>Outros Investimentos</b>	<b>-43.556,50</b>	<b>16.200,03</b>	<b>672,96</b>	<b>-4.832,58</b>	<b>-14.285,50</b>
Outros Investimentos Brasileiros	-13.009,50	-1.819,25	-10.316,16	-1.986,77	-11.392,40
Outros Investimentos Estrangeiros	-30.547,00	18.019,28	10.989,12	-2.845,81	-2.893,10
<b>Resultado BP</b>	<b>7.215,20</b>	<b>12.918,90</b>	<b>8.666,10</b>	<b>-7.907,16</b>	<b>-7.970,21</b>
<b>Reservas internacionais</b>	<b>38.806,00</b>	<b>51.840,00</b>	<b>60.110,00</b>	<b>52.173,00</b>	<b>44.556,44</b>
Taxa de câmbio nominal <sup>a</sup>	0,88	0,92	1,02	1,09	1,18
Taxa de juros nominal (% anual) <sup>b</sup>	70,78%*	53,3%	26,56%	28,75%	37,06%
Taxa de inflação <sup>c</sup>	916,43%	22,41%	9,56%	5,22%	1,66%
Crescimento do PIB doméstico <sup>d</sup>	5,85%	4,22%	2,2%	3,37%	3%

Fonte: BCB (2015) e IPEADATA (2015).

a: Média das cotações mensais da taxa nominal de câmbio(R\$/US\$) para o ano relevante; b: Média de juros básica nominal da economia brasileira para o período relevante. Entre dezembro de 1996 e março de 1999, calculou-se os juros médios anuais baseados na Tban. Para todos os outros momentos usou-se a Over-Selic. \* Em 1994, a média foi calculada a partir de 04 de julho; c: Valor do IPCA acumulado no ano (%); d: Variação percentual real, calculado pelo BCB.

O biênio 1997-1998 foi caracterizado por forte turbulência internacional provocada principalmente pela crise financeira asiática e russa. Neste subperíodo, o saldo positivo da conta financeira não foi suficiente para compensar o déficit nas transações correntes. A balança comercial apresentou déficits de US\$ 6,5 bilhões nos dois anos, porém a intensidade do crescimento das importações nos anos anteriores diminuiu e houve uma recuperação nas taxas de exportações, como mostra a Tabela 2. O déficit corrente foi ocasionado principalmente pela remessa de lucros e dividendos ao exterior e elevados gastos com juros.

Figura 3 – Taxa de câmbio real (junho/1994 = 100), de 1993 a 2013



Fonte: BCB (2015).

Nota: Deflacionada pelo IPCA.

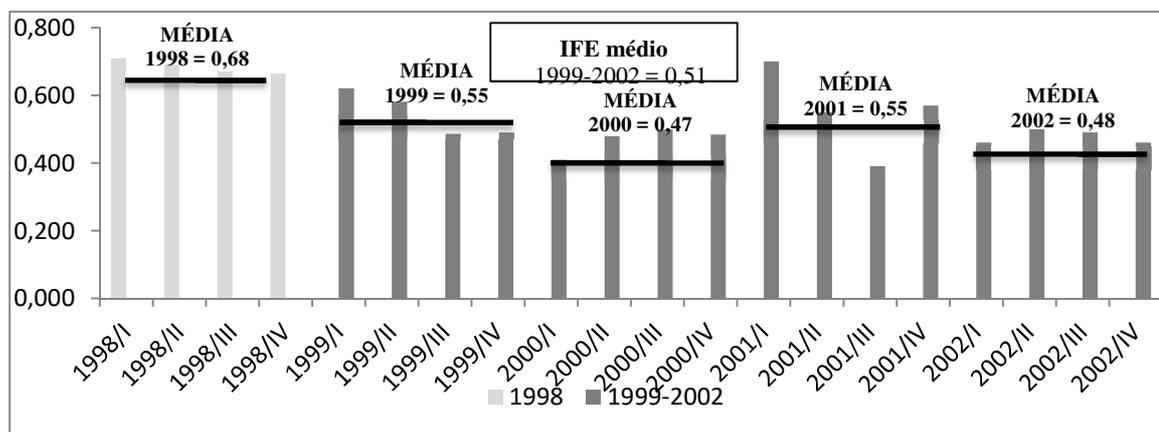
Dadas as perturbações internacionais e as expectativas pessimistas dos agentes, uma das políticas do governo brasileiro foi tentar manter a entrada de divisas estrangeiras para não comprometer a solvência do país. Para conter o ataque especulativo, o BCB mais que dobrou a taxa de juros. Primeiramente, na crise asiática de fins de 1997, a taxa de juros básica foi de 21% ao ano (a.a.) para 45% a.a. Em seguida, na crise russa de meados de 1998, a referida voltou a 42%, após uma redução ter alcançado 19% no final do ano anterior. No momento das duas crises, houve perdas de reservas internacionais, acentuando a fragilidade financeira da economia brasileira. Por isso, 1997 apresentou a pior média do IFE nesta fase, 0,88, atingindo o pico de 0,92 no segundo trimestre do ano. Neste ponto, o país foi classificado como *Ponzi*. Este resultado deveu-se à dificuldade de financiamento externo na economia brasileira combinado com peso dos capitais especulativos na composição do passivo externo e aumento das despesas não-financeiras estimulado pelo câmbio apreciado. O crescimento das amortizações e juros pagos pelo país também pressionou a elevação do IFE, reflexo do aumento do estoque acumulado de empréstimos de médio e longo prazo.

Por último, em 1998, o IFE apresentou valores médios de 0,68, portanto, com caráter especulativo. Contudo, não se pode dizer que houve uma redução da fragilidade financeira externa porque o cenário internacional passava por um momento de aumento das expectativas pessimistas em relação ao futuro. Paula e Alves (1999) notaram que o IFE pode sinalizar uma falsa tendência de queda quando há uma redução no estoque de capitais de curto prazo nos momentos de crise. Desta forma, analisando os indicadores de endividamento externo, indica-se maior vulnerabilidade externa. Prova disso é a razão entre dívida externa/exportações ter elevado-se 25% em 1998 em relação a 1997. No mesmo tempo, as relações da dívida externa com PIB e reservas internacionais cresceram 25% e 41%, respectivamente.

### 3.2 Segunda fase: 1999/2002 - Reformas estruturais e reversão dos déficits externos

Um dos desafios do período 1999-2002 eram os desequilíbrios externos que levaram o país a enfrentar a crise cambial de 1998/1999.<sup>7</sup> Na crise, os investidores internacionais passaram a questionar a capacidade de pagamento dos países em desenvolvimento, dada a necessidade de financiamento deles para fechar o BP. A partir disto, começou uma intensa fuga de capitais, na qual a política orientada para desvalorizações gradualistas do real via bandas cambiais não se mostrava eficiente na reversão dos fluxos de capitais. No início do subperíodo, as perdas de reservas internacionais aceleraram-se.

Figura 4 – Evolução do IFE, de 1998 a 2002



Fonte: BCB (2015). Elaboração própria.

No contexto de incertezas políticas e econômicas, o BCB abandonou o sistema de âncora cambial e adotou o regime de câmbio flutuante, em 18 de janeiro de 1999. A reação foi um *overshooting*, com uma desvalorização imediata do câmbio nominal da ordem de 70% nos primeiros meses. Além da mudança do regime cambial, em julho de 1999 o BCB oficialmente passou a utilizar-se do Regime de Metas de Inflação como regra para a política monetária, além de a Autoridade Fiscal estabelecer o alcance de metas de superávit primário. Desta forma, a política econômica estava fundamentada no tripé macroeconômico câmbio flutuante, regime de metas de inflação e metas de superávit primário.

<sup>7</sup> A crise cambial, para Averbug e Giambiagi (2000), apenas não foi pior pois o sistema financeiro brasileiro era o mais eficiente da América Latina e isto foi um dos fatores que impediu o país de entrar em um processo de crise financeira após a desvalorização cambial de 1999.

Já em termos do IFE no subperíodo, conforme a Figura 4, o Índice foi decrescente em relação ao subperíodo anterior, apresentando média de 0,51. Verificou-se ao fim do período uma melhora das contas externas em comparação com o primeiro ano, devido aos seguintes fatores: (i) redução do déficit corrente de 69%, (ii) a balança comercial apresentou saldo positivo a partir de 2001, resultado da queda nas importações e um aumento de 25% nas exportações nos quatro anos analisados (iii) redução do déficit em serviços e renda, com destaque para diminuição das remessas líquidas de lucros e dividendos. Com isto, o balanço comercial foi positivo nos últimos dois anos, 2001 e 2002, como mostra a Tabela 2.

Tabela 2 - Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 1999 a 2002

Discriminação	1999	2000	2001	2002
<b>Balança Comercial (FOB)</b>	<b>-1.198,87</b>	<b>-697,75</b>	<b>2.650,47</b>	<b>13.121,30</b>
Exportações	48.011,45	55.085,59	58.222,64	60.361,79
Importações	-49.210,31	-55.783,34	-55.572,18	-47.240,49
<b>Balança de Serviços e Rendas</b>	<b>-25.825,31</b>	<b>-25.047,85</b>	<b>-27.502,52</b>	<b>-23.147,74</b>
Serviços	-6.976,91	-7.162,03	-7.759,31	-4.957,19
Rendas	-18.848,40	-17.885,82	-19.743,21	-18.190,55
<b>Saldo em Transações Correntes</b>	<b>-25.334,78</b>	<b>-24.224,53</b>	<b>-23.214,53</b>	<b>-7.636,63</b>
<b>Conta Capital e Financeira</b>	<b>17.319,14</b>	<b>19.325,80</b>	<b>27.052,26</b>	<b>8.004,43</b>
<b>Conta Financeira</b>	<b>16.981,41</b>	<b>19.053,30</b>	<b>27.088,23</b>	<b>7.571,47</b>
<b>Investimentos Diretos</b>	<b>26.888,02</b>	<b>30.497,65</b>	<b>24.714,94</b>	<b>14.108,10</b>
Investimento Direto Brasileiro	-1.690,41	-2.281,59	2.257,59	-2.482,11
Investimento Direto Estrangeiro	28.578,43	32.779,24	22.457,35	16.590,20
<b>Investimentos em Carteira</b>	<b>3.801,56</b>	<b>6.955,06</b>	<b>76,99</b>	<b>-5.118,57</b>
Investimento Brasileiro em Carteira	259,19	-1.695,72	-795,13	-321,14
Investimento Estrangeiro em Carteira	3.542,37	8.650,78	872,12	-4.797,43
Derivativos	-88,13	-197,39	-471,02	-356,20
<b>Outros Investimentos</b>	<b>-13.620,03</b>	<b>-18.202,02</b>	<b>2.767,32</b>	<b>-1.061,87</b>
Outros Investimentos Brasileiros	-4.396,65	-2.989,49	-6.585,41	-3.211,48
Outros Investimentos Estrangeiros	-9.223,38	-15.212,54	9.352,73	2.149,62
<b>Resultado BP</b>	<b>-7.822,04</b>	<b>-2.261,65</b>	<b>3.306,60</b>	<b>302,09</b>
<b>Reservas internacionais</b>	<b>36.342,00</b>	<b>33.011,00</b>	<b>35.866,00</b>	<b>37.823,00</b>
Taxa de câmbio nominal <sup>a</sup>	1,80	1,84	2,36	3,15
Taxa de juros nominal <sup>b</sup>	31,40%	17,40%	17,30%	19,20%
Taxa de inflação <sup>c</sup>	8,94%	5,97%	7,67%	12,53%
Crescimento do PIB <sup>d</sup>	25%	430%	131%	265%

Fonte: BCB (2015) e Ipeadata (2015). Elaboração própria.

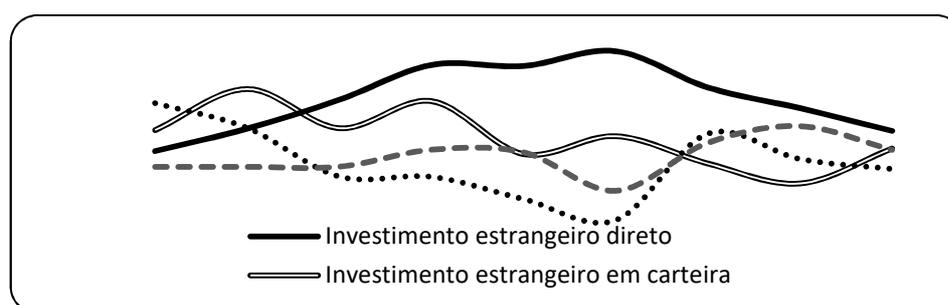
a: Média das cotações mensais da taxa nominal de câmbio(R\$/US\$) para o ano relevante. b: Média diária da taxa de juro Over/Selic da economia brasileira para o período relevante. c: Valor do IPCA acumulado no ano (%), d: Variação percentual real, calculado pelo BCB.

Outra característica do subperíodo foi a mudança da composição dos fluxos de capitais na conta de capital e financeira, como mostra a Figura 5. Nesta fase, o país experimentou uma entrada expressiva de IDE, associada, principalmente, à etapa final do processo de privatização. Somente em 2001 a entrada de IDE não foi suficiente para o financiamento do déficit da conta corrente. A redução do IDE neste ano decorreu do cenário instável mundial e brasileiro, com os reflexos da crise da Argentina, dos ataques terroristas nos EUA e da crise energética brasileira. O

ingresso do IDE, embora tenha sido suficiente para cobrir os déficits corrente, não equivaleu à saída das amortizações dos demais investimentos estrangeiros. Para fechar as contas externas, o país recorreu a empréstimos do FMI.

Em suma, a queda fragilidade externa brasileira no subperíodo 1999-2002 é decorrente de inúmeros fatores. Primeiramente, a persistente evasão de fluxos de capitais financeiro (investimentos de portfólio e empréstimos bancários) do Brasil reduziu o estoque de investimento líquido em portfólio. Segundo, a melhora no saldo comercial, com aumento das exportações em ritmo maior que as importações em função da forte desvalorização do câmbio nominal. Em terceiro lugar, houve aumento do IDE no período, juntamente com pequena recuperação das reservas internacionais. Por fim, os indicadores de solvência econômica também apresentaram queda, apesar de ainda permanecerem em níveis altos.

Figura 5 – Investimento externo, 1995 a 2003 (US\$ milhões acumulado em 12 meses)



Fonte: BCB (2015). Elaboração própria.

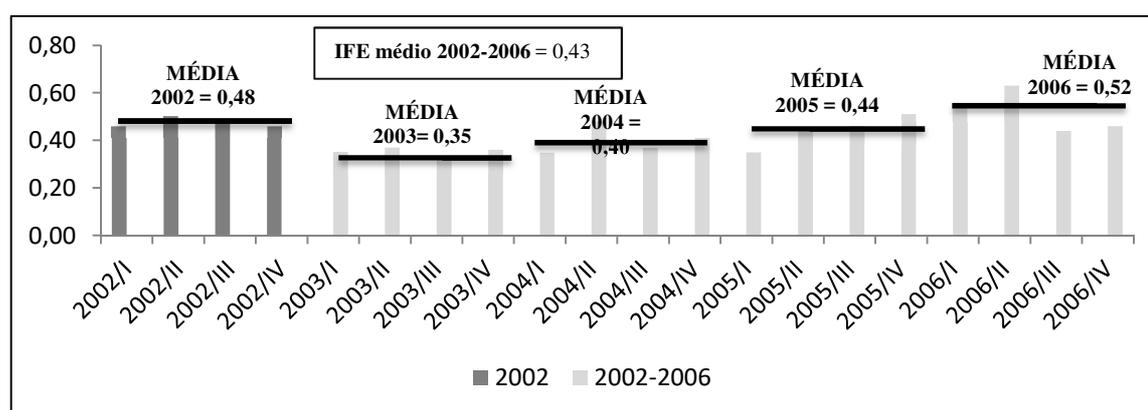
### 3.3 Terceira fase - 2003 a 2006: período de grande liquidez internacional

Esta fase é denominada na literatura internacional como a “Grande Moderação”, ou seja, é um período marcado pelo novo ciclo de liquidez internacional associado com forte expansão do comércio mundial. O impacto das condições favoráveis do ingresso de capitais estrangeiros no Brasil foi notório para a redução do IFE médio entre 2003 e 2006, cujo valor foi de 0,43, conforme mostra a Figura 6. O resultado satisfatório está associado ao desempenho comercial e corrente e ao acúmulo de reservas internacionais ao longo do subperíodo destacado. Dada a referida “Grande Moderação”, este desempenho está relacionado ao forte crescimento da economia mundial e seu impacto sobre o preço das *commodities* agropecuários e metálicas, produtos preponderantes na pauta comercial brasileira,

que ampliaram os ganhos do país em suas vendas externas, como mostram os dados da Tabela 3.

As exportações apresentaram um crescimento acumulado de quase 100% entre 2003 e 2006 enquanto que as importações tiveram um crescimento menos acelerado. A apreciação cambial de 2003 em diante não impactou o saldo comercial, resultado claro do período de bonança externa que se vivia. Contudo, nestes quatro anos, o Brasil apresentou déficits na balança de serviços e rendas, decorrente do aumento das despesas com viagens internacionais e aluguéis de equipamentos, beneficiados pela apreciação cambial. Além disso, houve forte remessa de lucros e dividendos ao exterior. Por fim, a conta capital e financeira não sofreu um impacto imediato das condições de liquidez favorável para os países emergentes em todo subperíodo, já que em 2003 e 2004, a entrada líquida de capitais foi pequena ou negativa. Em 2005, esses fluxos já haviam apresentado resultado positivo, ancorado não somente no ingresso de investimentos diretos, mas também nos investimentos de *portfólio*. A quitação do empréstimo com o FMI, contraído entre 1998 a 2003, foi responsável por parte expressiva do déficit em conta financeira entre 2005 e 2006. Em 2006, a conta financeira volta a apresentar superávit graças ao saldo positivo da rubrica de investimento em carteira e outros investimentos, decorrente do aumento dos empréstimos de longo prazo.

Figura 6 – Evolução do IFE, de 2002 a 2006



Fonte: BCB (2015). Elaboração própria.

Em síntese, observando a evolução do IFE na Figura 6, pode-se afirmar que a redução da fragilidade financeira externa em 2003 e 2004 decorre da redução da dívida externa de curto prazo e de maiores superávits na balança comercial. No

biênio 2004-2005, os valores médios do IFE sobem para 0,44 e 0,52, respectivamente, por conta dos maiores déficits da balança de serviços e rendas somados a maiores despesas com amortizações. Por fim, esta terceira fase, 2003-2006, foi marcada por expressivos superávits comerciais e acúmulo de reservas internacionais, que foram fundamentais para a redução da fragilidade externa em relação à fase 1999-2002. O bom resultado no terceiro período decorre principalmente do cenário internacional favorável, mas fatores internos ajudaram na redução da vulnerabilidade externa. O desempenho do regime de metas de inflação conseguiu reverter as expectativas dos agentes e aumentar a credibilidade diante aos investidores residentes e não residentes. A queda do risco-país pela melhora dos indicadores externos possibilitou uma política monetária de maior operacionalidade.

Tabela 3 - Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 2003 a 2006

<b>Discriminação</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Balança Comercial (FOB)</b>	<b>24.793,92</b>	<b>33.640,54</b>	<b>44.702,88</b>	<b>46.456,63</b>
Exportações	73.084,14	96.475,24	118.308,39	137.807,47
Importações	48.290,22	62.834,70	73.605,51	91.350,84
<b>Balança de Serviços e Rendas</b>	<b>-23.483,23</b>	<b>-25.197,65</b>	<b>-34.275,99</b>	<b>-37.120,36</b>
Serviços	-4.931,11	-4.677,52	-8.308,60	-9.640,37
Rendas	-18.552,12	-20.520,13	-25.967,39	-27.479,98
<b>Saldo em Transações Correntes</b>	<b>4.177,29</b>	<b>11.679,24</b>	<b>13.984,66</b>	<b>13.642,60</b>
<b>Conta Capital e Financeira</b>	<b>5.110,94</b>	<b>-7.522,87</b>	<b>-9.464,05</b>	<b>16.298,82</b>
<b>Conta Financeira</b>	<b>4.612,75</b>	<b>-7.894,61</b>	<b>-10.126,81</b>	<b>15.429,85</b>
<b>Investimentos Diretos</b>	<b>9.894,22</b>	<b>8.338,90</b>	<b>12.549,59</b>	<b>-9.380,28</b>
Investimento Direto Brasileiro	-249,30	-9.806,99	-2.516,70	-28.202,49
Investimento Direto Estrangeiro	10.143,52	18.145,88	15.066,29	18.822,21
<b>Investimentos em Carteira</b>	<b>5.307,52</b>	<b>-4.750,13</b>	<b>4.884,54</b>	<b>9.081,24</b>
Investimento Brasileiro em Carteira	178,77	-754,57	-1.770,79	5,63
Investimento Estrangeiro em Carteira	5.128,76	-3.995,57	6.655,33	9.075,61
<b>Derivativos</b>	<b>-151,00</b>	<b>-677,42</b>	<b>-39,95</b>	<b>40,80</b>
<b>Outros Investimentos</b>	<b>-10.438,00</b>	<b>-10.805,95</b>	<b>-27.520,98</b>	<b>15.688,09</b>
Outros Investimentos Brasileiros	-9.752,48	-2.085,08	-5.034,92	-8.415,53
Outros Investimentos Estrangeiros	-685,51	-8.720,87	-22.486,06	24.103,62
<b>Resultado BP</b>	<b>8.495,65</b>	<b>2.244,03</b>	<b>4.319,46</b>	<b>30.569,12</b>
<b>Reservas internacionais</b>	<b>49.296,00</b>	<b>52.935,00</b>	<b>53.799,00</b>	<b>85.839,00</b>
Taxa de câmbio nominal <sup>a</sup>	3,01	2,88	2,39	2,16
Taxa de juros nominal <sup>b</sup>	23,39%	16,25%	19,06%	15,09%
Taxa de inflação <sup>c</sup>	8,95%	7,60%	5,68%	3,14%
Crescimento do PIB doméstico <sup>d</sup>	1,14%	5,71%	3,15%	3,95%

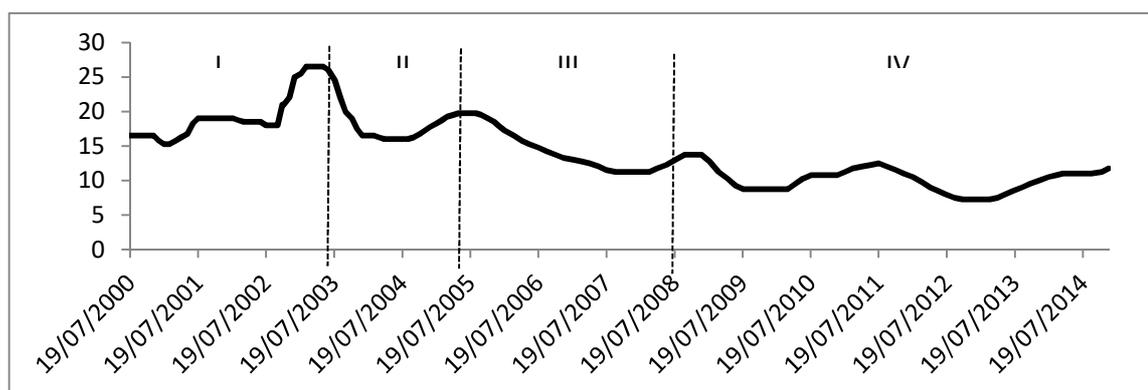
Fonte: BCB e Ipeadata. Elaboração própria.

a: Média das cotações mensais da taxa nominal de câmbio(R\$/US\$) para o ano relevante, b: Média diária da taxa de juro Over/Selic da economia brasileira para o período relevante. c: Valor do IPCA acumulado no ano (%), d: Variação percentual real, calculado pelo BCB.

A redução da fragilidade externa brasileira no período favoreceu a redução contínua da taxa de juros, embora ela permanecesse em um patamar elevado para

os padrões internacionais. O diferencial de juros entre as taxas interna e externa combinado com a redução do risco-país contribuiu para a atração de investidores estrangeiros e maiores pressões para a valorização cambial. Para evitar movimentos bruscos na taxa de câmbio, o BCB realizou constantes intervenções resultantes na política de acumular reservas internacionais, a partir de 2004. A aquisição de recursos no mercado de câmbio elevou as referidas reservas para um nível recorde que, combinado com a queda a dívida externa, tornou o Brasil credor líquido em moeda estrangeira desde então e reduziu sua vulnerabilidade externa, conforme a Figura 7. A Figura mostra que neste terceiro subperíodo analisado, o BCB adotou três medidas: (i) redução da taxa de juros a partir de meados de 2003; (ii) reversão deste movimento de queda com aperto da política monetária em função de pressões inflacionárias do 4º trimestre de 2004 ao 3º trimestre de 2005; e (iii) a retomada do processo de expansão monetária no 4º trimestre de 2005.

Figura 7 – Evolução da Selic de 2000 a 2014



Fonte: BCB (2015). Elaboração própria.

### 3.4 Quarta fase: 2007-2010: A crise financeira internacional

Esta quarta fase compreende o subperíodo 2007-2010, e é caracterizada por três momentos distintos. O primeiro deles vai de 2007 ao terceiro trimestre de 2008, que foi um momento de prosperidade do comércio mundial e grande liquidez internacional. Tais fatores, somados às persistentes taxas de juros reais elevadas no Brasil, médias de 7,1% a.a em 2007 e 6,2% em 2008, provocaram o ingresso de capitais de curto prazo no Brasil, excessiva apreciação cambial e retomada da deterioração nas contas correntes, muito embora a balança comercial tenha permanecido superavitária ao longo do subperíodo. Contudo, é neste subperíodo

que se instala a crise financeira, em 2007, que dará surgimento à crise econômica de 2008 em diante.

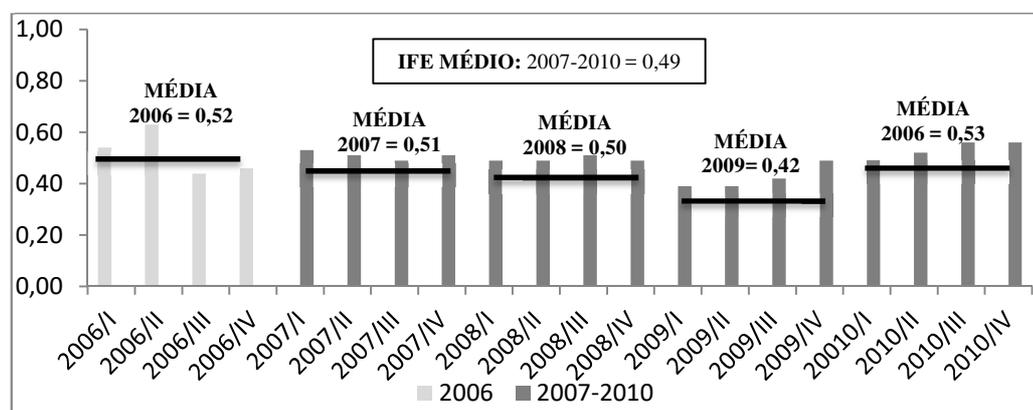
A partir de 2008, percebe-se um cenário internacional instável, com ciclos de expansão e contenção de liquidez que se alternam em curto prazo. Ao mesmo tempo, há desaquecimento da demanda internacional, inclusive dos países em desenvolvimento. Para ofertar resistência à economia brasileira, políticas econômicas anticíclicas foram adotadas, e permitiram que o país não sofresse abalos muito intensos da crise internacional, à exceção de 2009, quando a economia decresceu 0,6%. Porém, já em 2010 o PIB cresceu 7,5%, mostrando o sucesso das políticas anticíclicas (IPEADATA, 2015).

Pois bem, do ponto de vista do IFE, o valor médio no subperíodo foi de 0,49 ante o valor de 0,43 na fase anterior. De acordo com Paula e Pires (2011), o país conseguiu enfrentar a crise financeira sistêmica e melhorar os indicadores de vulnerabilidade externa com a redução da dívida externa e elevação brutal no estoque de reservas internacionais. Além disso, os saldos positivos na balança comercial contribuíram para amenizar o déficits correntes que voltaram a ser observados pós-2007, após superávits a partir de 2004. Conforme mostra a Figura 8, em 2007 os valores do IFE superaram os dois últimos trimestres do ano anterior, o que caracterizou aumento da fragilidade externa. A razão foi o crescimento das importações em 22% em relação a 2006, com as exportações crescendo 16%, como mostra a Tabela 4, reflexo da expansão econômica no ano, 4,4 %, e da taxa de câmbio apreciada. Ainda assim, o saldo comercial foi superavitário no subperíodo, mas as importações já passavam a mostrar tendência ascendente, padrão que se verificara ao longo de todo o subperíodo, inclusive na próxima fase, 2011-2014.

Outro ponto a ser analisado é a conta de serviços e rendas, que foi deficitária no subperíodo em função de ambas as contas. As despesas de serviços cresceram em razão do aumento do nível de renda *vis-à-vis* a apreciação cambial, cujos reflexos foram a expansão de gastos com viagens internacionais, transportes, aluguel de equipamentos e seguros. O déficit da conta de rendas elevou-se 6,4% em relação ao ano anterior, o que é explicado pelas remessas líquidas de lucros e dividendos graças ao crescimento do estoque de investimentos externos no Brasil. Por sua vez, as despesas com juros elevaram menos que as receitas, justificado pela elevação de haveres de brasileiros no exterior, produzindo um saldo

superavitário das transações correntes em 2007, como mostra a Tabela 4. Por isto, apesar de o IFE médio de 2007 ter sido inferior ao ano anterior, ocorreu um aumento do IFE em relação aos dois últimos trimestres do ano anterior, explicado pelo aumento das importações e despesas com juros e outros serviços. Tal aumento não foi maior porque as reservas internacionais quase dobraram de um subperíodo ao outro, freando a fragilidade financeira. Além disto, ocorreu uma redução do serviço de dívida, especialmente de amortização dos empréstimos de médio e longo prazo, e um decréscimo do estoque da dívida de curto prazo e superávit na conta capital e financeira, devido principalmente ao ingresso de IDE e de investimento em carteira, impulsionados pela rentabilidade dos investimentos no país e a redução do risco-Brasil (BCB, 2007). Com isto, a elevação do índice também decorre da elevação do estoque de portfólio. No entanto, com exceção do indicador passivo externo líquido/exportações, todos os outros indicadores de solvência externa indicaram uma redução da vulnerabilidade graças a redução da dívida externa líquida, ao recomprar os *Brady bonds* e pagar os empréstimos do FMI em 2006, pelo acúmulo de reservas internacionais, bem como o aumento das exportações e aumento do PIB doméstico. Em 2008, o IFE médio anual foi de 0,50, logo, estável em relação a 2007. O agravamento da crise provocou no Brasil uma desaceleração econômica no quarto trimestre do ano, com retração de 3,6% em relação ao trimestre anterior. Ademais, este último período do ano foi marcado pela saída de capitais para países desenvolvidos e depreciação cambial. Conforme Prates, Cunha e Lélis (2011), um conjunto de fatores internos e externos contribuiu para atenuar a retração dos fluxos de capitais estrangeiros e melhorar a composição do passivo externo no país.

Figura 8 – Evolução do IFE, de 2006 a 2010



Fonte: BCB (2015). Elaboração própria.

A Tabela 4 mostra que crescimento do fluxo de IDE cresceu 30% em relação a 2007, mais uma vez atraído pelo dinamismo do mercado interno e pela perspectiva de lucros nos setores produtores de *commodities*. Por sua vez, os investimentos em carteira registraram queda de quase 98% em comparação a 2007, por conta do contexto de crescente aversão ao risco e, logo, preferência pela liquidez. Assim, a elevação do IDE e o aumento do estoque de capital de longo prazo, juntamente com a redução de capital de *portfolio*, mantiveram o IFE médio de 0,50 em 2008.

Segundo Castilho (2011), a crise internacional impactou o lado real da economia brasileira por diversos caminhos. Em particular, o comércio externo, protagonista dos saldos positivos do setor externo brasileiro entre 2004-2007, foi afetado pela abrupta redução do crédito ao comércio e pela queda dos preços das *commodities*, que no pré-crise estavam elevados. Além disso, a trajetória de valorização cambial até agosto de 2008, associada à demanda interna aquecida e à estratégia do BCB de aquisição de divisas no mercado à vista, estimulou as importações e desestimulou as exportações, e com isto, as exportações cresceram 23,2% e as importações aumentaram 43,5% no ano. Como reflexo, a balança comercial deteriorou-se em 2008, com redução de 37% em comparação ao ano anterior. Portanto, mesmo com IFE médio considerado baixo, 0,50, a economia brasileira não esteve plenamente imune aos efeitos da crise internacional.

Tabela 4 - Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos, de 2007 a 2010

Discriminação	2007	2008	2009	2010
<b>Balança Comercial (FOB)</b>	<b>40.031,63</b>	<b>24.835,75</b>	<b>25.289,81</b>	<b>20.146,86</b>
Exportações	160.649,07	197.942,44	152.994,74	201.915,29
Importações	120.617,45	173.106,69	127.704,94	181.768,43
<b>Balança de Serviços e Rendas</b>	<b>-42.509,89</b>	<b>-57.251,64</b>	<b>-52.929,58</b>	<b>-70.321,51</b>
Serviços	-13.218,72	-16.689,88	-19.245,37	-30.835,10
Rendas	-29.291,17	-40.561,76	-33.684,21	-39.486,41
<b>Saldo em Transações Correntes</b>	<b>1.550,73</b>	<b>-28.192,02</b>	<b>-24.302,26</b>	<b>-47.273,10</b>
<b>Conta Capital e Financeira</b>	<b>89.085,60</b>	<b>29.351,65</b>	<b>71.300,60</b>	<b>99.911,78</b>
<b>Conta Financeira</b>	<b>88.329,74</b>	<b>28.296,53</b>	<b>70.172,07</b>	<b>98.793,23</b>
<b>Investimentos Diretos</b>	<b>27.518,24</b>	<b>24.601,09</b>	<b>36.032,81</b>	<b>36.918,92</b>
Investimento Direto Brasileiro	-7.066,66	-20.457,07	10.084,23	-11.587,57
Investimento Direto Estrangeiro	34.584,90	45.058,16	25.948,58	48.506,49
<b>Investimentos em Carteira</b>	<b>48.390,36</b>	<b>1.133,12</b>	<b>50.283,05</b>	<b>63.010,94</b>
Investimento Brasileiro em Carteira	286,07	1.900,05	4.124,50	-4.783,92
Investimento Estrangeiro em Carteira	48.104,29	-766,92	46.158,55	67.794,86
<b>Derivativos</b>	<b>-710,26</b>	<b>-312,35</b>	<b>156,23</b>	<b>-112,15</b>
<b>Outros Investimentos</b>	<b>13.131,40</b>	<b>2.874,67</b>	<b>-16.300,01</b>	<b>-1.024,48</b>
Outros Investimentos Brasileiros	-18.551,53	-5.268,76	-30.376,10	-42.567,05
Outros Investimentos Estrangeiros	31.682,93	8.143,43	14.076,08	41.542,57
<b>Resultado BP</b>	<b>87.484,25</b>	<b>2.969,07</b>	<b>46.650,99</b>	<b>49.100,50</b>

<b>Reservas internacionais</b>	<b>180.334,00</b>	<b>206.806,00</b>	<b>239.054,00</b>	<b>288.575,00</b>
Taxa de câmbio nominal <sup>a</sup>	1,90	1,90	1,95	1,74
Taxa de juros nominal <sup>b</sup>	11,88%	14,49%	9,94%	9,90%
Taxa de inflação <sup>c</sup>	4,46%	5,90%	4,31%	5,91%
Crescimento do PIB doméstico <sup>d</sup>	6,0%	5,1%	-0,33%	7,53%

Fonte: BCB (2015) e IPEADATA (2015). Elaboração própria.

a: Média das cotações mensais da taxa nominal de câmbio(R\$/US\$) para o ano relevante;

b: Média diária da taxa de juro Over/Selic da economia brasileira para o período relevante;

c: Valor do IPCA acumulado no ano (%); d: Variação percentual real, calculado pelo BCB.

Segundo Paula e Pires (2012) tal situação foi alcançada pela política dos períodos anteriores de aumentar as reservas cambiais e reduzir as dívidas externa e interna, que possibilitaram às autoridades econômicas responderem ao contágio com política fiscal anticíclica, revertendo a tendência recessiva da economia. Cunha e Ferrari Filho (2012) observam que a economia brasileira estava mais preparada para enfrentar uma crise financeira internacional, diferentemente de outros momentos de turbulência internacional confrontados nos anos 1990. Dentre as razões para a sua capacidade de responder contra os choques externos estão: (i) melhora nos fundamentos macroeconômicos, externo e fiscal, como a redução da dívida externa e queda da dívida líquida do setor público; (ii) adoção de políticas econômicas anticíclicas a partir de 2009; (iii) mudanças estruturais antes da eclosão da crise como a expansão da proteção social e dos programas de transferência de renda, o aumento do salário mínimo e a expansão dos investimentos públicos. Estas últimas iniciativas foram fundamentais para evitar maiores reduções no nível da atividade econômica e facilitar a adoção de políticas econômicas para resolverem os problemas diante da crise financeira internacional.

Por sua vez, 2009 pode ser dividido em duas fases: o momento do auge dos efeitos da crise, no primeiro trimestre do ano, e a recuperação econômica nos trimestres seguintes. Ao visualizar a Figura 7, percebe-se que nos primeiro e segundo trimestres o IFE alcançou os menores valores, ambos 0,39, mantendo-se na posição especulativa. Porém, estes valores relativamente menores não caracterizam uma redução efetiva na fragilidade financeira externa do país, pois o decréscimo do IFE motivou-se pela redução no estoque de portfolio e de capitais de curto prazo no último trimestre de 2008 e no primeiro de 2009. Como se sabe, o IFE no período  $t$  utiliza estas variáveis, portfólio e capital de curto prazo, defasadas em um período, por isto no primeiro semestre de 2009, ele foi baixo uma vez que corresponde ao período de maior contração dos fluxos de capitais após a crise. Já

nos dois últimos trimestres, o IFE subiu para 0,42 e 0,49, respectivamente, dado pelo crescimento do ingresso de capitais especulativos no Brasil, principalmente no segundo semestre, que se expandiram em 100% em relação a 2008. Aliás, o aumento da participação desses capitais alcançou 52% dos fluxos de capitais do ano decorreu da manutenção da taxa Selic em um alto patamar, com média de 5,8% de juros reais em um contexto de taxa de juros próximo a zero nos países desenvolvidos. Por fim, 2009 assistiu-se à melhora do saldo corrente, garantido pelo desempenho favorável da balança comercial, com queda acumulada das exportações inferior às importações que Prates, Cunha e Lélis (2011) atribuem à recuperação da atividade comercial nos países em desenvolvimento, em especial pelo aumento da demanda da China por *commodities*, e retração do saldo negativo da conta de serviços e rendas.

Já o foco de 2010 voltou-se para a política cambial e para inibir a entrada massiva de capitais especulativos no país. O principal instrumento para conter a apreciação do real frente ao dólar e restringir a entrada de capitais de curto prazo no país foi a elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) que, segundo Munhoz (2012), funcionou como uma espécie de controle de capital a bem de onerar seletivamente as operações de arbitragem de juros de curto prazo, coibindo o influxo de recursos responsáveis pela apreciação cambial. Do ponto de vista externo, observa-se expressiva melhora nos indicadores de endividamento em relação ao ano anterior por conta da elevação do estoque de reservas internacionais, o que reduz a dívida externa líquida. Adicionalmente, o crescimento das exportações em 32% provocou a queda dos dois indicadores de dívida externa e dívida externa líquida que se relacionam com esta variável.

No entanto, o IFE elevou-se de uma média de 0,53 contra 0,42 no ano anterior, o que indica aumento da vulnerabilidade externa. O resultado pode ser explicado pela composição do passivo externo líquido que em dezembro de 2010 era composto predominantemente por investimento em carteira, 50,7% do total, com o investimento direto detendo 36,5% e os outros investimentos 12,5%. Em consonância ao aumento do IFE, Munhoz (2012) afirma que o instrumento de controle de capitais não foi capaz de mitigar a especulação na conta financeira. A autora descreve três razões para tal comportamento. Em primeiro lugar, os investidores agem de forma oportunista e conseguem “burlar” os controles. Outro

ponto destacado é o alto diferencial de juros interno e externo que atrai investimentos de curto prazo, impactando o câmbio e, assim, as demais variáveis macroeconômicas. A terceira razão é que existe uma variedade de capitais que não são taxados pelo IOF, por exemplo, as operações *carry trade*, que são classificados como outros investimentos<sup>8</sup>, e que foi responsável pela apreciação cambial de 30% em relação ao dólar em 2010.

Em suma, as ações de política econômica tiveram resultados positivos na contenção da vulnerabilidade externa e no enfrentamento da crise. Porém, a taxa de câmbio apresentou alta volatilidade no subperíodo 2007-2010, o que inibe os investimentos no país porque aumenta incerteza e dificulta o processo de tomada de decisão dos agentes para o futuro, dada a imprevisibilidade dos custos dos produtos importados e dos preços de venda, principalmente quando o mercado relevante é o externo (TERRA; FERRARI FILHO, 2012).

### **3.5 Quinta fase – 2011 a 2014: instabilidade externa e mudanças na política econômica**

Esta quinta fase inicia-se em um contexto de crise da dívida soberana na área do Euro, na qual suas economias periféricas solicitaram ajuda financeira de emergência. Em um cenário de desconfiança dos investidores internacionais e retração do crescimento global, o governo implementou uma sequência de políticas econômicas visando a redução da inflação e a aceleração da economia nacional. Dentre as medidas adotadas, destaca-se: (i) busca de meta de superávit fiscal ajustada ao ciclo; (ii) política monetária mais discricionária e com conjunto maior de instrumentos, como as macroprudenciais; (iii) ampliação do controle de capitais mediante a cobrança do IOF nas operações com derivativos cambiais e uma alíquota maior para aquisição de empréstimos estrangeiros com prazo de até um ano, que objetivava conter a apreciação cambial e diminuir a entrada de capital de curto prazo; (iv) lançamento de nova política industrial para promover o investimentos em inovação, pesquisa e desenvolvimento em setores estratégicos (CUNHA; FERRARI FILHO, 2012). Tais ações geraram uma combinação entre a política monetária, cambial e fiscal na contenção da inflação. A interação delas,

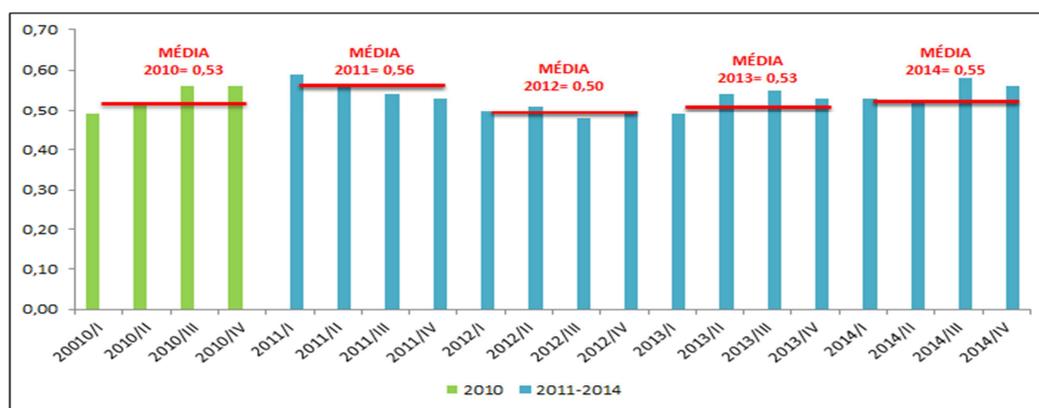
---

<sup>8</sup> *Carry trade* são operações de arbitragem entre moedas na qual o investidor adquire uma moeda que lhe rende juros altos em determinado país e a vende em outro com taxa de juros inferior.

associada à percepção do desaquecimento da economia doméstica possibilitou uma redução gradual na taxa de juros a partir de agosto de 2011, levando a Selic a fechar o ano em 11,25% a.a. No âmbito externo, a consistência da política econômica brasileira associado à solidez das contas externas acarretou em elevação nas notas de crédito soberano do Brasil pelas principais agências de classificação de risco. Mesmo com o menor ritmo da atividade econômica global e aumento da aversão ao risco dos investidores internacionais, o Brasil conseguiu manter uma posição externa fortalecida (BCB, 2011).

No tocante ao IFE, observa-se sua elevação para 0,59 no primeiro trimestre de 2011, por conta do crescimento nas despesas com juros e da retração maior das exportações do que das importações. O IFE não se elevou mais pois o déficit corrente foi financiado com a entrada de empréstimos de longo prazo e investimento direto estrangeiro, reflexo da recuperação da atividade econômica global. Nos três últimos trimestres de 2011, IFE se reduz paulatinamente, apresentando os valores de 0,56; 0,54 e 0,53 respectivamente. Esta redução é explicada pela expansão das exportações em ritmo maior que as importações motivadas pela demanda internacional por *commodities*. Além disto, este subperíodo foi marcado pela melhora dos fluxos de investimento direto e pelos ingressos de capitais mais voláteis reduzirem sua participação de 44% em 2010 para 41% em 2011.

Figura 9 – Evolução do IFE, de 2010 a 2014



Fonte: BCB (2015). Elaboração própria.

Por fim, o ano de 2012 iniciou com grande instabilidade mundial devido à deterioração da situação financeira na Zona do Euro, redução nível da atividade econômica mundial, do comércio internacional, volatilidade dos fluxos internacionais

de capitais, e desconfianças sobre os preços das *commodities* (Biancarelli, 2012). Contudo, Biancarelli (2012) afirma ainda que o influxo de investimento direto em patamares elevados, mesmo em uma conjuntura econômica mundial desfavorável, foi uma resposta às políticas econômicas adotadas no país, que conferiu confiança dos investidores estrangeiros às perspectivas de expansão econômica.

Nesta conjuntura, o segundo ano do subperíodo foi marcado por reduções significativas na taxa básica de juros, como mostra a Figura 7, que fez a Selic alcançar 7,5% a.a., o menor patamar da história, o que conteve a tendência de apreciação cambial apresentada em 2011. O resultado foi que o IFE médio para 2012 foi de 0,50 ante 0,53 do ano anterior. A redução da fragilidade externa é compreendida pela diminuição do estoque da dívida externa de curto prazo, redução do estoque de portfólio devido a expressiva saída de capital estrangeiro em ações de companhia brasileiras, associados ao forte ingresso de investimento direto, que foi novamente suficiente para cobrir o déficit nas transações correntes, e à redução do déficit de serviços, sendo que estes dois últimos fatores compensaram a queda do superávit do saldo comercial.

Para evidenciar a redução da vulnerabilidade externa, Biancarelli (2011) observa que as operações de investimentos em carteira tanto de ações como títulos de renda fixa estão passando por importantes alterações nas últimas décadas. Existe um processo de 'des-dolarização' na composição destes tipos de passivos negociados no país, cujo total denominado em moeda nacional passou de 16% em 2001 para quase 60% em 2012. Isto permite que o potencial de ameaça externa se dissipe antes de potenciais estragos. No entanto, Prates (2012) alerta que a composição do passivo externo é mais favorável, mas que pode ser alterada diante circunstâncias externas. Nesta mesma linha, Biancarelli (2011) afirma que são necessárias instituições e políticas de intervenção estatal para fortalecer a capacidade produtiva brasileira. Tais medidas são fundamentais para o país tornar-se mais competitivo no cenário internacional e melhorar a relação entre preços internos e externos, o que permitiria ao Brasil enfrentar melhor as pressões externas e diminuir sua exposição a riscos.

Tabela 5 - Balanço de pagamentos e principais contas e subcontas, acumulado em 12 meses, em US\$ milhões, e indicadores econômicos 2011 a 2014

<b>Discriminação</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Balança Comercial (FOB)</b>	<b>29.793</b>	<b>19.430</b>	<b>2.286</b>	<b>-3.959</b>
Exportações	256.039	242.579	242.034	225.101
Importações	226.245	223.149	-239.748	-229.060
<b>Balança de Serviços e Rendas</b>	<b>-85.250</b>	<b>-76.522</b>	<b>-86.879</b>	<b>-89.251</b>
Serviços	-37.931	-41.075	-47.101	-48.928
Rendas	-47.318	-35.447	-39.778	-40.323
<b>Saldo em Transações Correntes</b>	<b>-52.472</b>	<b>-54.246</b>	<b>-81.227</b>	<b>-91.288</b>
<b>Conta Capital e Financeira</b>	<b>112.380</b>	<b>72.761</b>	<b>74.353</b>	<b>99.069</b>
<b>Conta Financeira</b>	<b>110.806</b>	<b>74.638</b>	<b>73.159</b>	<b>98.479</b>
<b>Investimentos Diretos</b>	<b>67.689</b>	<b>68.093</b>	<b>67.491</b>	<b>66.035</b>
Investimento Direto Brasileiro	1.029	2.821	3.495	3.540
Investimento Direto Estrangeiro	66.660	65.271	63.996	62.495
<b>Investimentos em Carteira</b>	<b>35.310</b>	<b>8.273</b>	<b>25.689</b>	<b>30.227</b>
Investimento Brasileiro em Carteira	16.858	-8.260	-8.975	-3.304
Investimento Estrangeiro em Carteira	18.452	16.533	34.664	33.531
Derivativos	2,83	24,94	110	-1568
<b>Outros Investimentos</b>	<b>7.804</b>	<b>-1.7531</b>	<b>20.131</b>	<b>3.785</b>
Outros Investimentos Brasileiros	-39.005	-24.277	-39.873	-45.926
Outros Investimentos Estrangeiros	46.809	22.524	19.742	49.711
<b>Resultado BP</b>	<b>58.636</b>	<b>18.899</b>	<b>-5.926</b>	<b>10.833</b>
<b>Reservas internacionais</b>	<b>352.0127</b>	<b>378.613</b>	<b>372.686</b>	<b>383.519</b>
Taxa de câmbio nominal <sup>a</sup>	1,73	1,95	2,15	2,35
Taxa de juros nominal <sup>b</sup>	11,75%	8,63%	8,29%	10,96%
Taxa de inflação <sup>c</sup>	6,50%	5,84%	5,91%	6,41%
Crescimento do PIB doméstico <sup>d</sup>	2,70%	1,0%	2,49%	-0,15%

Fonte: BCB (2015) e IPEADATA (2015). Elaboração própria.

a: Média das cotações mensais da taxa nominal de câmbio(R\$/US\$) para o ano relevante. b: Média diária da taxa de juro Over/Selic da economia brasileira para o período relevante. c: Valor do IPCA acumulado no ano (%), d: Variação percentual real, calculado pelo BCB.

Neste sentido, Oreiro e Basílio (2012) mostram que a taxa real de câmbio apreciada na economia brasileira, que entre 2003 a 2012 sofreu uma valorização de 32%. No mesmo período, a participação da indústria de transformação do PIB passou de 18,01% para 14,59%, o que, segundo a preocupação do autor, deixa claro que a economia brasileira pode entrar em um processo de semi-estagnação, por conta da desindustrialização. Em especial, a trajetória dos anos de 2013 e 2014 repete o processo observado desde 2011, de valorização cambial, oscilação dos fluxos internacionais de capital, desconfiança dos investidores internacionais, volatilidade das moedas dos países emergentes. Como um resultado geral, Oreiro (2012) afirma que nem sempre a entrada de poupança externa reflete-se no aumento da taxa de investimento e o câmbio apreciado pode gerar consequências

estruturais, como a desindustrialização, para o resultado do BP em médio e longo prazo.

A tendência do câmbio real apreciado refletiu-se, igualmente, no resultado da balança comercial em 2012, que teve o menor saldo desde 2003. Neste mesmo sentido, 2013 apresentou resultado nulo enquanto que, pela primeira vez desde 2001, 2014 foi um ano de déficit comercial. A solução proposta por Pós-Keynesianos como Cunha e Ferrari Filho (2012), Oreiro (2012), Munhoz (2012), Terra e Silva (2012) é a adoção de controles de capitais para administrar a taxa real de câmbio, colocando-a no valor requerido para equilibrar o BP e prevenir crises financeiras e cambiais, controlando a entrada e a saída de fluxos voláteis, reduzindo a volatilidade cambial e contribuindo para a previsibilidade dos custos de produção.

#### **4 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Este artigo avaliou a fragilidade financeira externa do Brasil no período de 1994 a 2014 a partir do IFE de Paula e Alves Jr. (1999). Pelo Índice, conclui-se que a economia brasileira foi especulativa ao longo de todo o período, muito embora tenha apresentado uma melhora significativa em sua vulnerabilidade externa. Analisando-se por cinco diferentes subperíodos, de 1994 a 1998 teve-se a fase em que o IFE se manteve mais elevado, inclusive com dois momentos de posição *Ponzi*. Como resultado deste subperíodo, a economia brasileira incorreu na crise cambial em fins de 1998 e início de 1999, o que fez o país alterar seu regime macroeconômico, substituindo a âncora cambial pelo Regime de Metas de Inflação e, para além, adotando o câmbio flutuante e as metas de superávit primário. A retomada da confiança permitiu a redução da incerteza que fez com que o país ao longo do quadriênio 1999-2002, à exceção de fins de 2002, conseguisse reduzir sua fragilidade financeira externa.

A queda da fragilidade financeira externa foi ainda mais acentuada na terceira fase, 2003 a 2007, subperíodo marcado por liquidez internacional que, associada à elevadas taxas de juros domésticas, atraiu investidores externos para o país. Além disto, a partir de 2004 o BCB adotou a política de compra de reservas cambiais que funcionou como um colchão para a se enfrentar a crise financeira internacional de 2008. A ascensão do ciclo de liquidez foi interrompida com a mencionada crise, mas o Brasil depois de fuga de capitais final de 2008 e início de 2009, apresentou retorno

dos fluxos financeiros estrangeiros, que alcançou patamares superiores aos da crise. Graças à dinâmica da economia, ao fortalecimento de controles de capitais contra a entrada de fluxos de caráter especulativo, às reduções significativas na taxa de juros, notou-se uma melhora no IFE em todos os subperíodos pós-2003.

Ainda assim, os resultados da balança comercial e os contínuos déficits em transações correntes demonstram que o Brasil não tem uma redução estrutural de sua fragilidade financeira, mas, apenas conjuntural, causada pelo ingresso de poupança externa. Ademais, esta deficiência estrutural é agravada pela insistência da valorização cambial, o que retira a competitividade internacional da produção doméstica, em um momento, desde 2010, em que os países desenvolvidos, Zona do Euro inclusive, emitem moeda via *Quantitative easing*, buscando baratear o acesso a ela e, daí, às suas produções locais, ganhando competitividade em preço frente aos demais países na corrente de comércio internacional. Logo, necessitam-se de políticas voltadas para a expansão da capacidade produtiva, a bem de aumentar a competitividade e o valor agregado das exportações.

## REFERÊNCIAS

- AVERBUG, A.; GIAMBIAGI, F. **A crise brasileira de 1998/99**: origens e consequências. Rio de Janeiro: BNDES, 2000 (Texto para Discussão, 77).
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório anual**. Brasília: Banco Central do Brasil, 1990-2006. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais, 1990-2006**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.
- BARROS, D. C. **Fragilidade financeira externa no Brasil**: evolução recente e impactos sobre a taxa de juros. 2008. 103F. Dissertação (Mestrado)- CEDEPLAR, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.
- BIANCARELI, A. M. Perspectivas da economia brasileira: notas sobre o setor externo. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, RIO DE JANEIRO. Perspectivas da economia brasileira: notas sobre o setor externo, 4., 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2011.
- BIANCARELI, A. M. **Uma nova realidade do setor externo brasileiro, em meio à crise internacional**. Campinas: Rede Desenvolvimentista, 2012. (Texto para discussão, n. 13).
- BRESSER PEREIRA, L. C. Macroeconomia do Brasil Pós-1994. **Análise Econômica**, v. 21, n. 40, p. 07-38, 2003.

CARUSO, P. R. S. **A fragilidade externa da economia brasileira na segunda fase do plano real (1999-2006):** uma abordagem minskyana. 119f. 2007. Dissertação (Mestrado) – Departamento de economia, Universidade de Brasília, Brasília, 2007.

CUNHA, A.; FERRARI FILHO, F. Será que as políticas econômicas implementadas no Brasil em resposta a crise financeira internacional podem ser consideradas keynesianas?. In: MODENESI, A.; et al. (Org). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade:** tendências e perspectivas para a economia brasileira. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. p. 145-152.

FERRARI FILHO, F; PAULA, L. F. A crise das finanças desregulamentadas: o que fazer?. In: FERRARI FILHO F.; PAULA, L. F. (Org). **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas.** São Paulo: Unesp, 2012. p. 101-106.

GIAMBIAGI, F.; BARROS, O. A crise das finanças desregulamentadas: o que fazer?. In: GIAMBIAGI, F.; BARROS, O. (Org). **Brasil pós-crise:** agenda para a próxima década. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 3-24.

HERMANN, J. **Fragilidade financeira do setor público:** implicações para a gestão da política econômica. 1993. 231f. Dissertação (Mestrado) - Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1993.

IPEADATA. **Séries temporais, 1994-2014.** Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>> Acesso em: 20 de abr. 2015.

KEYNES, J. M. (1936) **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.** 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy.** New Haven: Yale Univ. Press, 1986.

MUNHOZ, V. C. V. Liquidez internacional pós-crise e controles de capitais: a taxação via IOF pode conter os influxos financeiros especulativos no Brasil?. In: FERRARI FILHO F.; PAULA, L. F. (Org). **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas.** São Paulo: Unesp, 2012. p. 203-207.

OREIRO, J. L.; BASÍLIO, F. A crise financeira brasileira: uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira à la Minsky. In: FERRARI FILHO F.; PAULA, L. F. (Org). **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas.** São Paulo: Editora Unesp, 2012. p. 131-136.

PAULA, L.F.; ALVES JR., A. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. **Revista de Economia Política**, v. 19, n.1, p.72-93, 1999.

PAULA, L. F. R.; PIRES, M. C. C. Dilemas da política econômica no Brasil. In: MODENESI, A.M; et al. (Org). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade:** tendências e perspectivas para a economia brasileira. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. p. 191-200.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. O Brasil e a crise financeira global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas. *Revista Econômica Contemporânea*, v. 15, n. 1, p. 62-91, 2011.

PUDWELL, C. A. M. **Fragilidade Financeira Externa, a partir de Minsky, e os desequilíbrios externos no plano real (1994-1998)**. 2001. 154f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2001.

TERRA, F. H. B; FERRARI FILHO, F. A hipótese de fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período de 2000-2009, **Revista Economia**, v. 12, n. 3, p. 497-516, 2011.

TERRA, F. H. B; FERRARI FILHO, F. As políticas econômicas em Keynes: reflexões para a economia brasileira no período 1995-2011. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 40., 2012, Porto de Galinha. **Anais...** Porto de Galinhas: ANPEC, 2012.

TERRA, F. H. B; SILVA, G. J. C. Prevenir é melhor que remediar: alternativas de políticas econômicas Keynesianas para a prevenção de crises financeiras. In: FERRARI FILHO F.; PAULA, L. F. (Org). **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Unesp, 2012. p. 191-196.