

## **Fragilidade financeira e fluxo de capitais:** suas implicações para uma economia aberta e integrada a partir do caso da União Monetária Europeia

Luciano Ferreira Gabriel<sup>1</sup>  
Thaiza Regina Bahry<sup>2</sup>

**RESUMO:** O presente trabalho tem por objetivo utilizar-se da literatura minskyana de fragilidade financeira a partir dos desenvolvimentos de Gray e Gray (1994), Dymski (1998) e Foley (2003) para analisar a crise observada na União Europeia a partir da Grécia. O financiamento do déficit em transações correntes na Grécia foi realizado por meio de “*debt creating inflows*”. Nesse sentido, a maior parte dos recursos necessários para cobertura dos seus déficits gêmeos (fiscal e em transações correntes) foi adquirida por meio de fluxos de investimento em títulos públicos e investimentos em portfólio, colocando aquela economia em uma situação especulativa. A intensidade da crise daí resultante depende, em larga medida, da intervenção do emprestador de última instância (*Big Bank*), que, no caso de uma economia aberta e integrada em uma União Monetária, não está situado dentro do país, o que pode gerar dificuldades de coordenação internacional para uma recuperação econômica.

**Palavras-chave:** Crise financeira. Fragilidade financeira. Economia aberta.

**Financial fragility and capital flows:** its implications for an open and integrated economy from the case of the European Monetary Union

**ABSTRACT:** The aim of this paper is to use minskyan financial fragility background such as showed by Gray e Gray (1994), Dymski (1998) and Foley (2003) to analyze the recent crises in the European Union set out in Greece. The current account financing in Greece was made through debt creating inflows. In this sense, the most part of the resources to cover its twin deficits were acquired by public asset inflows and portfolio investments. This mechanism put Greece in a speculative regime. The intensity of the crises set out, depends on the way the lender of last resort will act (*Big Bank*), which in the case of Greece is outside its frontiers and political range. This fact can result in a harder adjustment to a national economic recovery.

**Keywords:** Financial crisis. Financial fragility. Open economy.

**Classificação JEL:** G01, G15, G28

### **Introdução**

O fato de as crises financeiras terem-se tornado eventos tão frequentes na economia mundial estimulou diversos estudos nessa área, tentando entender os fatores desencadeadores de tais fenômenos.

Um dos autores que deu atenção especial ao tema dos ciclos de endividamento e crise foi Hyman Minsky. Conforme esse autor, as crises financeiras são eventos recorrentes na economia, tendo em vista que os momentos de prosperidade terminam por gerar endogenamente instabilidade e crise financeira.

---

<sup>1</sup> Doutorando em Economia pelo CEDEPLAR-UFMG, pesquisador da área de macroeconomia da Universidade Brasília (UnB) e Professor da Faculdade de Ciências Econômicas do Centro Universitário Una. E-mail: [lucianofg@gmail.com](mailto:lucianofg@gmail.com)

<sup>2</sup> Doutora em Economia pela UFPR. Professora da Universidade Positivo e da UniBrasil. E-mail: [thaiza@unicenp.edu.br](mailto:thaiza@unicenp.edu.br)

No desenvolvimento da obra de Hyman P. Minsky, a classificação das unidades produtivas em *hedge*, especulativa e Ponzi tem um papel importante no processo de transformação endógena da estrutura financeira da economia para uma situação de fragilidade financeira e aumento do risco de uma crise financeira. Minsky mostra que as economias tendem a passar de um padrão *hedge* de financiamento para um padrão Ponzi e isso constitui a base da crise. No entanto, o autor contribuiu mais para a compreensão dos ciclos de endividamento interno das economias do que para o entendimento do seu endividamento externo. Somente alguns de seus trabalhos foram dedicados à economia aberta.

Embora Minsky tenha teorizado principalmente sobre o comportamento das firmas, o arcabouço teórico por ele desenvolvido foi adaptado e ampliado para a análise de economias abertas e integradas, em que o balanço de pagamentos e o comportamento do setor público possuem potencial desestabilizador sobre uma determinada economia.<sup>3</sup> Entre os autores que avançam nessa direção, ou seja, analisam a hipótese da instabilidade financeira para uma economia aberta, estão Dymksi (1998), Gray e Gray (1994) e Foley (2003), que consideram tanto os desequilíbrios comerciais quanto os fluxos de capitais na geração da instabilidade financeira.<sup>4</sup>

Esta abordagem é de fundamental importância para a análise do risco apresentado pela Grécia na União Monetária Europeia, devido aos seus persistentes déficits gêmeos (fiscal e em transações correntes) durante vários anos seguidos, o que elevou seu passivo externo de curto prazo, assim como comprometeu seu desempenho fiscal, instabilizando a União Monetária Europeia (UME), quer seja por meio de uma volatilidade maior da taxa de câmbio do euro em relação a outras moedas, quer seja pelo aumento da possibilidade de descasamento de ativos e passivos de alguns bancos europeus em relação aos PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha).<sup>5</sup>

Apesar da volta relativa da liquidez global e da possibilidade de um *pool* de recursos dos países membros da UME, o que afasta a possibilidade imediata de *default*, a persistência dos desajustes econômicos na Grécia a coloca em risco de uma crise financeira, à medida que potencializa um *sudden stop* (parada súbita) de recursos para aquele país, bem como, aumenta, na prática, os custos de refinanciamento de sua elevada estrutura de endividamento (estrutura especulativa de endividamento)<sup>6</sup>. Ao mesmo tempo, contamina as curvas de prêmio de risco em relação à com Portugal, Itália, Irlanda e Espanha.

A partir desse contexto, este trabalho tem por objetivo apresentar a literatura minskyana de instabilidade financeira a partir dos desenvolvimentos de Dymksi (1998), Gray e Gray (1994) e Foley (2003), visando a explicar a fragilidade financeira em economias abertas<sup>7</sup>. Em particular, busca-se verificar, no caso de economias internacionalmente integradas, em especial a Grécia, a

<sup>3</sup> Para uma análise teórica e aplicada para o setor público por meio da hipótese minskyana de fragilidade financeira, sugere-se a leitura do trabalho intitulado “A Hipótese Minskyana de Fragilidade Financeira Aplicada ao Setor Público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2008” de autoria de Terra, Ferrari e Conceição (2009).

<sup>4</sup> Paula e Alves Jr. (1999) utilizam-se do arcabouço teórico de Minsky para análise da fragilidade financeira externa para o Brasil no período de 1992 a 1997. Galbraith (2008) aplica uma versão adaptada de Minsky para analisar a estrutura das finanças internas e externas de um país.

<sup>5</sup> Na seção 4 é apresentado o grau de exposição dos bancos europeus aos PIIGS como (% do PIB).

<sup>6</sup> Tonveronachi (2006) e Foley (2003) desenvolvem uma classificação das estruturas de endividamento para economias abertas. Neste caso, a Grécia já estaria em situação “Ponzi não sustentável”, de acordo com o primeiro autor, uma vez que possui uma positiva e crescente dívida externa líquida e dificuldades em financiar seu déficit em conta corrente. Contudo, como será fundamentada na Seção 4 deste trabalho, a partir de Foley (2003), a Grécia está em uma situação especulativa, uma vez que com a existência de um déficit em conta corrente, a taxa de crescimento da economia tornou-se superior à taxa de lucro, tendo em vista a importação de capital com o aumento de nível de endividamento, tornando-a uma economia em um regime especulativo.

<sup>7</sup> Neste trabalho, não se expõe uma revisão exaustiva dos modelos de fragilidade financeira para economias abertas. Por uma questão de delimitação de espaço, apenas se explorou os artigos de Dymksi (1998), Gray e Gray (1994) e Foley (2000) que *a priori*, contribuem para o entendimento da fragilidade financeira a partir de seus *insights* teóricos para o caso da Grécia.

importância dada ao equilíbrio do balanço de pagamentos e da forma de financiamento do seu passivo externo.

Pode-se dizer que, no caso de economias abertas, a literatura minskyana constata que o endividamento de curto prazo do país com o exterior gera fragilidade financeira, que desencadeia um enfraquecimento da moeda nacional. No caso da Grécia, há um grande potencial de desestabilização do Euro. Contudo, as ações já sinalizadas pela Alemanha, pela França e pelo Fundo Monetário Internacional apontam no sentido de uma coordenação internacional, para que não ocorra uma crise financeira de maiores consequências sobre o País e, conseqüentemente, sobre os demais membros da Zona do Euro.<sup>8</sup>

Para cumprir o objetivo proposto, além desta introdução, o trabalho apresenta, na seqüência, uma revisão do processo de endividamento e crise financeira de acordo com Minsky para economias abertas (seção 2). Após esse tópico realiza-se uma revisão de autores que contribuem para a ampliação da hipótese da instabilidade financeira para economias abertas (seção 3). Na seção posterior (Seção 4), é realizada uma análise do caso de fragilidade financeira externa e interna da Grécia. E, finalmente, são tecidas as considerações finais.

## 1. A hipótese de instabilidade financeira para uma economia aberta

Na hipótese da instabilidade financeira, Minsky (1994) explica o funcionamento financeiro de uma economia fechada. Entretanto, quando ele amplia essa visão para o sistema econômico-financeiro de economias integradas, afirma que o crescimento do comércio internacional, a expansão da diversificação internacional de *portfolios* e a ampliação dos movimentos de capital originam desequilíbrios de pagamentos correntes. Nesse sentido, os ativos de uma unidade ou país são passivos de outra unidade ou país. A partir desse contexto, na seção 4 deste trabalho são demonstrados os graus de exposição dos Bancos Europeus aos PIIGS.<sup>9</sup>

Conforme Minsky (1994), o balanço de pagamentos é determinado por quatro tipos de fluxos de fundos ou quatro rubricas: 1) os compromissos de pagamento de dívidas; 2) a balança comercial; 3) os movimentos de capitais de longo prazo; e 4) os movimentos de capitais de curto prazo. Este último é o elemento de equilíbrio do balanço de pagamentos e pode ocorrer por meio de movimentos especulativos atraídos por mudanças cambiais previstas. Em mercados de capital integrados internacionalmente, movimentos e equilíbrio não ocorrem por intermédio do mercado de bens e serviços, mas por mercados de capitais de curto e de longos prazos.

Conforme Minsky (1994), um país que possui um déficit elevado na rubrica (1) que supera o excedente da rubrica (2) tem um saldo negativo que exige movimentos de capital de curto prazo ao país (desconsiderando os capitais de longo prazo). Isso leva a um acúmulo de dívidas de curto prazo do país deficitário em bancos do resto do mundo e eleva os saldos desses bancos e de outras instituições de países superavitários no país devedor. O resultado são pressões sobre a taxa de câmbio, o que pressiona o país devedor a elevar a taxa de juros. Se a acumulação de dívidas de curto prazo persiste, ocorre especulação contra a moeda e o país deficitário tem que despender reservas internacionais para defendê-la. Ainda assim, a taxa de câmbio sofre desvalorização, o que aumenta a quantidade de moeda exigida para cumprir obrigações na moeda do credor.

Em caso de dívida privada, as firmas do país deficitário utilizam uma porcentagem maior de seus fluxos brutos para cumprir as obrigações. Seus fundos internos diminuem, bem como o

<sup>8</sup> O parlamento alemão aprovou em meados de maio de 2010 a participação do país no pacote de resgate da zona euro. Foi aprovado um pacote de e 750 bilhões de euros (cerca de US\$ 1 trilhão). A Alemanha, maior economia da Europa, vai contribuir com 123 bilhões de euros a 147,6 bilhões de euros em garantias de empréstimo. Além disso, o Banco Central da Europa (BCE) atuará na compra de títulos da dívida europeia.

<sup>9</sup> Nesse caso, ter-se-á evidências de que uma crise da Grécia possui o potencial de ampliar os movimentos de capital originado de seus desequilíbrios de pagamentos correntes, tendo em vista a mudanças dos *rating* internacionais, aumento dos *spreads* na captação de recursos externos e potencialização do *default* de sua dívida. Na seção 4 estas variáveis são analisadas para alguns países selecionados, além da própria Grécia.

ritmo de investimento no país. Isso gera maior queda nos lucros, com aumento da carga da dívida e aumento da possibilidade de falências.

Quando a dívida é pública, a desvalorização da moeda aumenta a proporção da receita tributária utilizada para cumprir obrigações e/ou aumenta o déficit. Se a dívida está denominada na moeda do devedor, uma desvalorização nesse país mantém constantes os pagamentos e diminui o fluxo de fundos para os países superavitários. Vale salientar, entretanto, que as dívidas geralmente encontram-se denominadas na moeda do país credor, o que dificulta ainda mais a situação do devedor em caso de desvalorização da moeda.

Quando a taxa de câmbio é fixa, Minsky (1994) afirma que a pressão sobre seu nível se fará sentir sobre as taxas de salário (estruturas de custos). Isso porque as taxas de salários do país endividado terão que cair tanto quanto seja necessário para que o decorrente superávit na balança comercial cubra os pagamentos da dívida externa e para que os investidores acreditem que possam aplicar mais capital nessa economia. Caso seja suficientemente grande o movimento de capitais de longo prazo em direção ao país devedor, um déficit crônico nas duas primeiras rubricas do balanço não resulta, necessariamente, em acúmulo de dívidas de curto prazo e em pressão sobre as taxas de câmbio fixas.

Em momentos de crise, no caso de necessidade de empréstimos externos, podem ocorrer ainda algumas complicações. Em particular, o *Big Bank* pode estar fora do país que necessita de gerar fundos em divisas e de sustentar o investimento, o que provoca problemas de coordenação internacional.

Para que um sistema internacional de pagamentos seja sustentável, é necessário um equilíbrio específico entre o superávit na rubrica 1 e o déficit na rubrica 2 (que não exceda o superávit anterior). O déficit no somatório dessas rubricas deve ser viabilizado por entradas consistentes de capitais de longo prazo e ingressos de capitais de curto prazo.

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 um resultado do aumento da fragilidade financeira país.

No entanto, Minsky dedicou somente alguns de seus trabalhos ao ciclo de endividamento de economias abertas. Nesse sentido, considerando a forte integração existente atualmente entre os países, faz-se necessário um estudo mais aprofundado da hipótese da instabilidade financeira para economias abertas. Assim, a seguir são revisados alguns autores que contribuíram para a ampliação dessa teoria para economias integradas internacionalmente, e permitem melhor entendimento da crise vivenciada pela União Europeia, a partir da Grécia.

## **2. Desenvolvimentos a partir de Minsky**

### **2.1 Dymski e a fragilidade financeira em uma economia aberta**

Para explicar a fragilidade que tem assolado as economias nos tempos atuais em uma perspectiva minskyana, é necessário, conforme visto, espacializar a abordagem da hipótese da instabilidade financeira, o que significa que desequilíbrios comerciais e fluxos de fatores sejam considerados. Nesse sentido, é especialmente interessante a abordagem de Dymski (1998), como contribuição-chave para ampliar o marco teórico minskyano em uma economia aberta.

A fragilidade financeira, de acordo com Dymski (1998, p.75), "é endêmica para todo crescimento nacional, ou regional, pode ser intensificada por desequilíbrios transfronteiriços nos fluxos de poupança e de fatores". Diferentemente do que Minsky enfatiza na hipótese da instabilidade financeira, Dymski (1998) afirma que evitar uma crise financeira não depende somente do ciclo econômico, mas do sucesso da economia em mediar as tensões existentes nos setores financeiro e real de uma economia com fronteiras, o que depende da estrutura bancária da região.

Toda economia com fronteiras, isto é, toda área delimitada e contígua é dotada de um balanço de transações correntes, que pode ser instável, tendo em vista a migração transfronteiriça de fatores de produção e riqueza. É incerto que todos os recursos necessários ao crescimento econômico de uma região sejam encontrados dentro de suas fronteiras. Assim, as fronteiras criam complicações estruturais importantes para economias regionais e nacionais quando os fluxos são desequilibrados, sendo as consequências desses fluxos a chave para uma abordagem estrutural das bolhas de ativos, além do aumento da fragilidade financeiras das economias.

As bolhas não resultam sempre de políticas ou expectativas equivocadas. Podem surgir em determinadas condições estruturais<sup>10</sup> e dependem, em parte, de mecanismos institucionais para destinar poupanças e reservas para investimento. Sua dimensão e consequências dependem do caráter do crescimento econômico, do diferencial de crescimento entre a economia em questão e a região circunvizinha e do balanço de pagamentos dessa economia com o resto do mundo.

As bolhas são fenômenos espaciais<sup>11</sup> e diferenciados<sup>12</sup> que surgem, em geral, em economias de alto crescimento.<sup>13</sup> Os balanços de pagamentos dessas economias podem gerar fragilidade econômica e/ou estimular o surgimento de bolhas de ativos. É provável que a bolha se forme em uma economia de alto crescimento quando há um influxo grande e sustentado de riqueza e trabalho, independentemente de qualquer vantagem de produtividade, isto é, uma economia de *boom*<sup>14</sup>. Já em casos em que o alto crescimento se deve à capacidade produtiva superior, devido à inovação tecnológica e ao trabalho altamente qualificado, com pouca transferência de trabalho e capital, a bolha de ativo provavelmente não ocorre. Uma economia com crescimento equilibrado apresenta bolha somente em caso de sistema bancário sem regulação e esquemas Ponzi com supervisão de mercado inadequada.

Essa abordagem alternativa de bolhas e fragilidade financeira adota a ideia de que os fluxos de riquezas transfronteiriças não são reais, são apenas nominais, isto é, direitos à riqueza abstrata que estão à procura de ativos reais. Nesse sentido, riqueza é um conceito inerentemente abstrato, sendo que a mobilidade de capital não envolve uma mudança na localização espacial do capital real, mas um movimento na propriedade geográfica dos direitos à riqueza. São raras as exceções em que há desmontagem de uma fábrica existente em um país e envio para outro.

No caso de fronteiras nacionais, a condição para economia de *boom* é satisfeita quando um país tem um déficit comercial e influxos de poupança externa. Ressalte-se que influxos líquidos de riquezas não podem, por si sós, criar bolhas de ativos. Isso vai depender de como eles são utilizados. Quando a nação apresenta superávit comercial, um *boom* torna-se possível somente se ela permitir que as reservas em moeda estrangeira não-esterilizadas sirvam de base para uma expansão do crédito bancário. Mas, da mesma forma que no caso anterior, a formação ou não da bolha de ativos depende de como está sendo usado o crédito adicional.

Nesse sentido, quando novos influxos de riqueza entram em uma economia de *boom*, o que acontece depende de como essa economia encontra-se para criar ativos reais. A bolha é gerada quando a escala de influxos de riqueza ultrapassa a capacidade de criação de ativos de capital. Entre outros, dois fatores particularmente importantes são analisados por Dymski (1998) para verificar essa capacidade. Um deles está relacionado à forma pela qual é gasto o capital externo, isto é, se ele

<sup>10</sup> Nesse sentido, as particularidades históricas de tempo e lugar afetam de forma crucial os resultados esperados.

<sup>11</sup> Isso significa que as bolhas fazem-se presentes em alguns lugares e em outros não.

<sup>12</sup> As bolhas não são homogêneas, isto é, seu comportamento depende dos aspectos estruturais de cada economia a cada ponto no tempo. Daí resulta que não existe uma formulação política capaz de imunizar as economias contra as bolhas (DYMSKI, 1998).

<sup>13</sup> Conforme Dymski, "uma economia de alto crescimento pode ser definida como aquela que cresce mais rápido do que as economias nas regiões ou países adjacentes, durante um período sustentado" (1998, p.91).

<sup>14</sup> Uma economia de *boom* pode ser definida como aquela de alto crescimento, sendo este imputável parcialmente ou totalmente aos influxos de trabalho ou riqueza.

adquire a forma de investimento direto ou se é investimento em portfólio. O outro fator refere-se ao caráter da estrutura bancária local, ou seja, se ela é forte ou fraca.<sup>15</sup>

Ao mesmo tempo, quando o influxo de renda ocorre de uma forma mais rápida que o influxo populacional, a bolha torna-se quase inevitável, pois a economia busca maiores investimentos que o aumento da relação capital/trabalho<sup>16</sup>, até que altos encargos de dívida e escassez de trabalho derrubem o sistema.

Para Minsky os ativos podem frequentemente estar supervalorizados nos últimos estágios de um período de expansão; quanto mais poderoso o *boom*, maior é o potencial para uma bolha de ativos. Juntamente com isso está a hipótese da irreversibilidade, isto é, como os agentes possuem posições adquiridas no passado, que criaram compromissos no período presente, quando percebem seu equívoco coletivo não têm como melhorar a situação pela venda dos ativos. A reversão é impulsionada tanto pelo lado do ativo como do passivo.

Dymski (1998) faz algumas contribuições às ideias de Minsky. A primeira relaciona-se a outra fonte de bolha de ativos financeiramente frágil, independentemente da concepção cíclica de Minsky. A combinação da incerteza com uma abordagem estrutural, o fato de que na maior parte das economias há entradas e saídas de riqueza e/ou trabalho e o reconhecimento de que a capacidade de criação de ativos varia muito levam à crença de que as bolhas de ativos surjam em todos os lugares. Segundo Dymski (1998), pode haver um fenômeno de oferta e demanda puramente estrutural, ou seja, mesmo na ausência de um erro expectacional pode haver uma bolha de ativos devido a pressões transfronteiriças, o que sugere que equilíbrios externos são importantes. Assim, desequilíbrios do tipo real/nominal ocorrem o tempo todo, tornando-se muito importantes quando em um determinado lugar com oferta inflexível de trabalho, a riqueza em busca de ativos rompe as relações capital/trabalho e ativo/riqueza.<sup>17</sup> Dessa forma, como salientado por Minsky, as estruturas de passivos exploradas durante o impulsionamento constituem um problema para as firmas nos períodos de baixo crescimento.

Em segundo lugar, Dymski (1998) afirma que as restrições relacionadas às fronteiras criam outro conjunto de pressões sobre o processo cíclico de *boom*, mesmo sendo tal como descrito por Minsky. A economia torna-se financeiramente mais frágil e mais propensa à reversão à medida que a expansão continua, e este processo é fortalecido quanto mais esse crescimento for estimulado por condições de uma economia de *boom* e quanto mais fraca for a capacidade de criação de ativos da economia. Conforme o autor, "as bolhas de ativos podem ser entendidas como o resultado de processos transfronteiriços em que a taxa de crescimento dos direitos financeiros sobre os ativos de capital excede a taxa de crescimento da produção de ativos reais" (1998, p.129).

Uma contribuição que reforça essa ideia vem de Coutinho e Beluzzo (1998). Eles afirmam que em um sistema de dois preços, um para ativos reprodutíveis e outro para ativos financeiros, a divergência entre esses preços favorecendo os ativos financeiros é crescente à medida que o ciclo de prosperidade avança. Assim, estimula-se o ingresso de devedores buscando acumular novos ativos em processo de valorização, e ingresso de credores buscando uma realização rentável em suas carteiras de empréstimos, na região de riscos crescentes.

<sup>15</sup> A estrutura bancária é que deve canalizar corretamente os fluxos de capitais, evitando que pressionem para cima os preços dos ativos já existentes.

<sup>16</sup> Embora haja muito a se discutir sobre a relação capital/trabalho, este não é o objetivo do presente estudo. Assim, destaca-se apenas que a quantidade de ativos que entra em uma região convertida em ativos de capital real depende de o fluxo interno de riqueza ser acompanhado por fluxo interno de trabalho e migração. Uma economia de *boom* se beneficia de um fluxo contínuo de migrantes, pois eles trazem consigo sua força de trabalho e riquezas, o que aumenta a capacidade produtiva do Estado, juntamente com o aumento da riqueza nominal. Ao mesmo tempo essa economia é mais propensa a um crescimento sustentado do que uma economia com população estacionária, pois ambos os fatores de produção se expandem e não apenas o capital - ou, de fato, direitos sobre capital.

<sup>17</sup> As bolhas são uma tendência crônica de economias que importam capitais e/ou trabalho de outros lugares. Assim, de acordo com Dymski (1998), um país caracterizado por influxos maciços e persistentes de moeda estrangeira apresenta uma fragilidade financeira maior, independentemente do caráter das relações patrimoniais desse país.

Para Dimsky, existem duas fontes de fragilidade financeira em uma economia espacializada: os mercados de títulos superaquecidos, vulneráveis a colapsos repentinos, e o superendividamento inserido no âmbito da expansão cíclica, em que a expansão da dívida elimina a expansão da economia. Consta-se que, quando uma economia recebe muita riqueza estrangeira, os proprietários estrangeiros podem exigir medidas especiais para proteger suas participações acionárias e suas aplicações em bônus. Nesse sentido, a presença de proprietários estrangeiros pode diminuir a margem de manobra e administração das dificuldades, considerando que esses ameaçam "fugir". Tal fuga, dependendo de sua intensidade, pode levar a um colapso no mercado de ações e/ou *deflações de dívidas*, ou a processos inflacionários, conforme sugerido por Minsky, independentemente da ação dos proprietários de ativos domésticos. Essa saída de investidores estrangeiros do país provoca também a desestabilização dos valores da moeda.

Nesse sentido, pode-se constatar que Dymski realmente realiza uma ampliação da hipótese da instabilidade financeira e a realiza até mesmo em relação à referência de Minsky às economias abertas. Ao mesmo tempo, constata-se que o autor, da mesma forma que Minsky quando analisa economias abertas, dedica grande importância à necessidade de equilíbrio externo bem como se refere à possibilidade de crise cambial como algo que ocorre em um contexto mais amplo de crise financeira. Entretanto, existem outros autores que também fazem importantes contribuições à espacialização da teoria minskyana de crises, e dentre eles Gray e Gray como se vê a seguir.

## 2.2 Peter Gray e Jean Gray e a instabilidade financeira em economias integradas

Gray e Gray (1994) também afirmam que a probabilidade de instabilidade é acentuada em mercados financeiros globalizados. Choques originados no exterior podem ter impacto negativo direto no sistema financeiro da economia doméstica por meio das ligações financeiras; ou indireto por intermédio do setor de bens.<sup>18</sup> As ligações entre mercados financeiros nacionais podem ser fonte de distúrbio e fragilidade para a economia doméstica.

Assim, de acordo com Gray e Gray (1994) a análise do aumento da possibilidade de crises financeiras em economias integradas deve considerar que:

- a integração dos mercados nacionais pode provocar aumento da fragilidade do sistema financeiro nacional;
- é mais provável que os choques ocorram em um sistema internacional integrado do que em economias nacionais;
- a probabilidade de fragilidade no sistema financeiro internacional aumenta se os governos não compreendem a interação entre os desequilíbrios nacionais de pagamentos e o choque potencial disruptivo;
- a ausência de uma hegemonia torna mais difícil a adoção de medidas para reduzir a fragilidade.

As implicações para a fragilidade doméstica do envolvimento financeiro internacional das firmas financeiras nacionais dependem, por um lado, da compreensão dos executivos dessas corporações sobre os riscos envolvidos neste tipo de operação e, por outro, da turbulência que prevalece no mundo.

As firmas financeiras de países industrializados têm feito empréstimos para estrangeiros e esses empréstimos têm sido, em alguns momentos, exagerados, provocando crises financeiras. Assim, ao se realizar um empréstimo desse tipo, deve-se considerar que é mais difícil avaliar a credibilidade de tomadores estrangeiros de empréstimos do que de tomadores nacionais. Os

---

<sup>18</sup> De acordo com GRAY e GRAY (1994), espera-se que o setor não-financeiro trabalhe no sistema nacional da mesma forma que Minsky descreveu, isto é, as ações do setor financeiro e não-financeiro reforçam-se mutuamente, pois quando as firmas não-financeiras tornam-se mais alavancadas, o valor esperado de seus compromissos torna-se o maior componente do portfólio de ativos das firmas financeiras. O aumento na alavancagem de firmas não-financeiras, aumenta o custo de sua dívida e seus compromissos em termos de fluxo de caixa. Assim, o sistema como um todo tende a sofrer aumento de vulnerabilidade ao longo do tempo.

reembolsos de empréstimos feitos a estrangeiros estão sujeitos à disponibilidade de moeda conversível, o que se torna uma complicação em tempos de recessão global.

Nos tempos atuais, o maior problema em termos de *default* sobre empréstimos internacionais tem sido a ingenuidade dos emprestadores quanto ao risco macroeconômico do balanço de pagamentos. Ao mesmo tempo, a probabilidade de severos *defaults* por parte de tomadores estrangeiros aumenta com a fragilidade do sistema financeiro internacional quando os emprestadores tornam-se menos dispostos a refinar a dívida estrangeira e os devedores estão menos dispostos a pagar o prêmio cobrado pelos credores. O efeito do *default* sobre o emprestador depende do tamanho do empréstimo e do capital do emprestador.

Conforme Gray e Gray (1994, p. 149), a internacionalização reforça a hipótese minskyana. Enquanto em um mercado nacional, a análise de Minsky refere-se ao aumento do impulso financeiro de firmas nacionais financeiras e não-financeiras, e a possibilidade de contágio entre elas acaba por gerar uma crise e por último o colapso, em uma economia internacional há canais adicionais de contágio e fontes de fragilidade. A existência de empréstimos estrangeiros pode reforçar qualquer tendência a fragilidade, sendo que o sistema financeiro integrado é potencialmente mais exposto ao choque. Na realidade, o enfraquecimento do sistema nacional pode servir como uma origem do distúrbio, que começa sua própria crise, sendo que os efeitos podem ser ampliados para o sistema global, contaminando os sistemas de outros países. Assim, em um sistema internacionalmente integrado, as economias nacionais estão expostas não apenas aos distúrbios e enganos surgidos dentro de sua própria economia, mas precisam também enfrentar distúrbios originados em outros países, e que acabam atingindo a economia.<sup>19</sup>

A possibilidade de que os choques ocorram mais provavelmente em sistemas integrados internacionalmente do que em sistemas nacionais relaciona-se a suscetibilidade dos mercados de moeda estrangeira a perturbações e ao fato de que esses mercados servem de ligações entre economias nacionais. Em mercados integrados, há grandes montantes de fundos que podem mover-se internacionalmente diante de pequenos rumores; e, em segundo lugar, os depósitos possuídos por estrangeiros aumentam a fragilidade do sistema bancário nacional e incitam o abandono da moeda nacional.

Os movimentos de fundos entre moedas e a consequente alteração da taxa de câmbio, podem ser desencadeados por um afastamento da taxa de câmbio nominal de seu valor sustentável em virtude de fluxos internacionais e, também, por fatores não econômicos, como guerras e assassinatos. Em ambos os casos, se afetam — adversamente — um sistema que já apresente fragilidade, podem disparar uma crise financeira.

O abandono da moeda pode provocar um contágio dentro da economia nacional, à medida que a retirada de fundos dos ativos financeiros pode provocar um colapso de seu valor. A ocorrência, nesse caso, de deflação total de dívidas depende dos arranjos institucionais realizados com os emprestadores de última instância e de sua disposição e habilidade para realizar compromissos. No caso de corrida contra a moeda nacional, a cooperação internacional será necessária para amortecer as flutuações e arranjos prévios serão necessários para conter a saída rapidamente, evitando a ampliação de falências.

Quando uma forte mudança no valor da taxa de câmbio estrangeira não precipita uma deflação cumulativa sobre os preços dos ativos financeiros, ainda assim pode exercer força substancial sobre a economia não financeira e sobre a saúde de firmas financeiras. Nesse sentido, no caso de uma indústria que sofre colapso em função de modificações nas condições de mercado ocorre pressão sobre a economia local, sendo que se o caso for de uma firma bancária, a pressão se dá sobre o sistema bancário local.

---

<sup>19</sup> Conforme Gray e Gray (1994, p. 150), o tamanho do sistema deve ser considerado, ou seja, “*a collapse of the financial market in Ruritania will not cause major global repercussions (unless the country has been the recipient of the huge amounts of loans sourced from private institutions), but a collapse of the (already weak) U.S. financial system has a different order of magnitude.*”

Para a realização de um empréstimo entre países, deve-se considerar dois fatores, isto é, a habilidade do país que tomou emprestado em reembolsar o empréstimo em sua própria moeda, ou seja, deve-se analisar se o uso para o qual os recursos são destinados será capaz de gerar uma taxa de retorno para validar o empréstimo. Em segundo lugar, deve-se analisar a capacidade da economia que tomou emprestado em gerar moeda conversível o suficiente para reembolsar o empréstimo, o que está relacionado com o ambiente macroeconômico do país.

Entretanto, parece que os emprestadores não têm dado a devida atenção aos aspectos macroeconômicos no momento de concessão de empréstimos, isto é, não têm realizado uma análise dos riscos macroeconômicos para conceder empréstimos internacionais, sendo que negligências deste tipo podem levar a grandes perdas por parte dos emprestadores. Desequilíbrios no balanço de pagamentos têm seus limites.<sup>20</sup>

Em um mundo minskyano, o gerenciamento do mercado financeiro não pode ser deixado por conta das forças do mercado, ou seja, para obter-se estabilidade faz-se necessária a ocorrência de intervenções e regulações.

Entretanto, apesar de os autores concordarem com a ideia de que a hipótese minskyana tem um papel importante na explicação das crises financeiras em economias abertas, questionam quanto à explicação de quanto se deve efetivamente ao crescente impulsionamento e a despreocupação com as crises e quanto à inovação tecnológica, que permite um aumento substancial da instabilidade financeira à medida que favorece maior integração dos mercados.

A análise de Gray e Gray vem enriquecer a análise minskyana em uma economia aberta e, ao mesmo tempo mostra que a internacionalização reforça a hipótese da instabilidade financeira, à medida que, nesse tipo de sistema, a economia, além de se preocupar com distúrbios internos, deve estar atenta também aos distúrbios externos que podem afetá-la. Os autores, da mesma forma que Minsky e Dymski, também chamam atenção para os desequilíbrios do balanço de pagamentos, afirmando que, na concessão de empréstimos internacionais, aqueles que emprestam devem prestar atenção aos “sinais” emitidos pelo balanço de pagamentos da economia que toma emprestado, cujo desequilíbrio apresenta limites.

Nessa mesma direção, outra contribuição a ser analisada é a de Foley (2003), que explica de que forma economias em desenvolvimento, que apresentam déficits em conta corrente e, conseqüentemente, são dependentes de capitais externos, são afetadas pela fragilidade financeira.

### 2.3 Foley e a fragilidade financeira em economias em desenvolvimento

Foley (2003) analisa o problema de fragilidade financeira que atinge as economias em desenvolvimento à medida que elas se endividam em proporções mais elevadas com o exterior e, de acordo com Minsky (1975), divide as finanças do país em diferentes estruturas ou posições. Enquanto Minsky analisa a dinâmica de uma firma, Foley o faz para economias nacionais, que, segundo o autor, podem ser vistas como uma coleção de firmas. Nesse sentido, como as firmas de uma nação podem encontrar-se em determinado momento em diferentes posições financeiras – *hedge*, especulativa ou Ponzi –, a análise é feita considerando um agente representativo.

O modelo permite a entrada de capitais para financiar o investimento e a taxa de crescimento do produto e a taxa de lucro são fortemente positivamente relacionadas, o que torna muito difícil reduzir a fragilidade por meio da redução do crescimento.

Segundo o autor, a taxa de crescimento depende da taxa de lucro, da taxa de juros real e de um fator confiança que representa a *exuberance* (expectativa) dos investidores. Um aumento na taxa de juros leva a aumentos na entrada de capital e importações e queda no investimento doméstico, diminuindo a produção doméstica e a taxa de lucro. Um aumento na *exuberance* aumenta o investimento doméstico, a proporção produto/capital e a taxa de lucro.

Para Foley (2003), a abertura da economia à entrada de capitais externos torna possível ao país alcançar o regime especulativo, que se pode tornar Ponzi. Assim, a economia pode encontrar-

<sup>20</sup> Para aprofundar essa discussão sobre os limites de endividamento considerando o balanço de pagamentos e, mais precisamente as transações correntes, consultar Moreno-Brid (1998-1999).

se em diferentes posições financeiras, a depender de sua necessidade de capitais externos para financiar investimentos, ou seja:

- se  $r > g > i$ , tem-se finanças *hedge*
- se  $g > r > i$ , tem-se finanças especulativas
- se  $i > g > r$  ou  $i > r > g$ , tem-se finanças Ponzi

onde  $r$  representa a taxa de lucro,  $g$  é a taxa de crescimento e  $i$  é a taxa de juros.

Para adaptar o conceito de fragilidade financeira de Minsky para economias abertas, Foley (2003) utiliza a seguinte identidade:  $D = C + I - X$  sendo que  $D$  representa o déficit em conta corrente,  $C$  o consumo,  $I$  o investimento e  $X$  o produto (todos são medidos em termos reais). Para simplificar, o modelo não considera os impostos e os gastos do Governo.

A produção real  $X$  é distribuída entre salários,  $W = (1 - \pi)X$ , e lucros,  $P = \pi X$ . Considera-se que os trabalhadores não poupam e que uma fração  $s$  dos lucros é poupada ( $0 < s < 1$ ). Logo, o consumo é dado por  $C = W + (1 - s)P$ , que pode ser representado por  $C = (1 - s\pi)X$ . Fazendo as respectivas substituições, o déficit em conta corrente pode ser expresso como  $D = I - s\pi X$ , isto é, a diferença entre o que é investido e o que é poupado.

Considerando  $d = D/K$ ,  $g = I/K$  e  $r = \pi X/K$ , onde  $K$  é o estoque de capital, tem-se:

$$d = g - sr \quad (3)$$

Como em uma economia fechada  $d = 0$ , tem-se  $g = sr$ , e considerando que  $s < 1$ , implica que  $g < r$ . Mediante esse resultado, tem-se que uma economia fechada não pode atingir o regime especulativo, pois a taxa de lucro é superior à taxa de crescimento da economia. Na economia aberta, por sua vez, existe a possibilidade de  $d > 0$ , logo  $g = sr + d$ , o que implica que, com a existência de um déficit em conta corrente, a taxa de crescimento da economia torna-se superior à taxa de lucro, tendo em vista a importação de capital, tornando-se sujeita a alcançar o regime especulativo.

Conforme Curado (2001), economias que se encontram com uma estrutura de financiamento especulativa sofrerão crises financeiras recorrentemente, dado que, segundo o modelo de Foley (2003), a taxa de juros será aumentada pelo Banco Central sempre que a taxa de crescimento efetivo da economia for maior que a taxa de equilíbrio, sendo a taxa de equilíbrio aquela em que a taxa de crescimento iguala o crescimento da taxa de lucro.

$$g^* = sr \quad (4)$$

$$g = sr + d \quad (5)$$

$$i = \phi (g - g^*) \quad (6)$$

Onde  $\phi$  é um parâmetro positivo.

Assim, sempre que  $d > 0$ ,  $g > g^*$ , o que caracteriza uma taxa de crescimento maior que a taxa de equilíbrio, levando o Banco Central a aumentar a taxa de juros, provocando uma alteração da posição financeira da economia. Isso acaba por gerar fragilização financeira da economia, dado o sobreendividamento dos agentes econômicos, o que resulta em uma saída de capitais.

### 3. Fragilidade financeira em uma economia aberta e integrada: o caso da Grécia

O arcabouço teórico mynskiano de Dymski (1998), Gray e Gray (1994) e Foley (2003) fornece um conjunto de variáveis e inter-relações a serem investigadas, que à luz do caso da Grécia, na União Europeia é de fundamental importância para o entendimento da crise observada recentemente, a partir: a) da dinâmica do financiamento do seu balanço de pagamentos em relação a outros países da União Europeia; b) do grau de exposição dos bancos europeus em relação a outros países, ou seja, da estrutura bancária da região da UME; c) da forma de financiamento de seus persistentes déficits fiscais e d) da estrutura de sua dívida externa.

Isto posto, em 1997 foi adotado entre os países da União Europeia o Pacto de Crescimento e Estabilidade (*European Union Growth and Stability Pact*), em que a Grécia foi signatária. Contudo, desde 1997, este país atingiu somente uma vez o déficit mínimo estipulado de 3% do PIB (veja médias na Tabela 1). Além disso, a sua relação dívida pública/PIB pairou algo em torno

de 100%, mesmo a despeito do rápido crescimento econômico verificado durante o período de 2000 a 2008.

TABELA 1 – Dados macroeconômicos da Grécia por período

Variável	1980	1990	2000
PIB (Var. Real)	0,8	1,9	3,6
Déficit Público (% do PIB)	-8,1	-8,5	-4,9
Déficit em Conta Corrente (% do PIB)	-3,9	-2,5	-9,1
Inflação Anual (%)	19,5	11	3,4
Taxa de Câmbio (%)	-281	-93	35

Fonte: FMI.

De acordo com Rossi e Aguilera (2010) o pertencimento à zona do euro e o maior acesso a empréstimos e financiamentos a juros menores contribuíram de maneira substancial para se ter alguma disciplina fiscal, comparativamente aos períodos das décadas de 1980 e 1990. Porém, apesar desta melhora em relação às duas décadas precedentes, tem-se observado uma crônica dificuldade devido ao financiamento dos seus elevados déficits e ao baixo nível de poupança doméstica. Nesse contexto, Rossi e Aguilera (2010) demonstram que desde 1990, a taxa de poupança nacional ficou em torno de 11% do PIB.<sup>21</sup>

Esse baixo nível de poupança fez com que boa parte dos recursos para o *funding* da economia fossem levantados externamente. Nesse sentido, boa parte destes recursos está associada ao aumento do passivo externo da Grécia, em que se aumentaram os mecanismos de *debt-finance* na cobertura do déficit dos orçamentos fiscais do país, fazendo com que fique mais suscetível ao comportamento do mercado financeiro global.<sup>22</sup> Para o período compreendido entre 2004 e 2008, os fluxos de capital de portfólio estrangeiro para o mercado de dívida doméstica (em sua maior parte dívida pública), ficaram em uma média de 11,2% do PIB. O *Deutsche Bank* estimou que entre 2005 e 2009 o Governo grego teve seu déficit financiado em 155% em média por capitais estrangeiros (Gráfico 1).<sup>23</sup> Nesse sentido, vale salientar que, na concepção de Gray e Gray, conforme discutido na seção 3.2, a internacionalização aumenta a fragilidade das economias.

De acordo com dados do *Global Finance Stability Report* (2009), a Grécia foi a quinta economia em 2009 a mais absorver capital estrangeiro no mundo, perdendo apenas para os Estados Unidos (43,40%), Espanha (9,40%), Itália (4,8%) e França (4,0%).

<sup>21</sup> Países como Portugal, Itália e Espanha ficaram com um percentual acima de 20% durante este período. Além disso, Rossi e Aguilera (2010) apontam que a taxa de poupança das famílias tem ficado persistentemente baixo, estimado em torno de 6% a 7%.

<sup>22</sup> Para uma análise dos efeitos de financiamentos da dívida pública por meio do aumento de passivo externo e suscetibilidade às crises, veja as seções 3.1 e 3.2.

<sup>23</sup> De acordo com análise do Banco Central Europeu, as condições de financiamento para a Grécia em 2010 não serão tão promissoras como em 2009. Isto deverá ocorrer por uma série de razões, como pela dificuldade de um ajuste fiscal mais rápido e a volta de emissão de títulos soberanos em alguns países desenvolvidos.

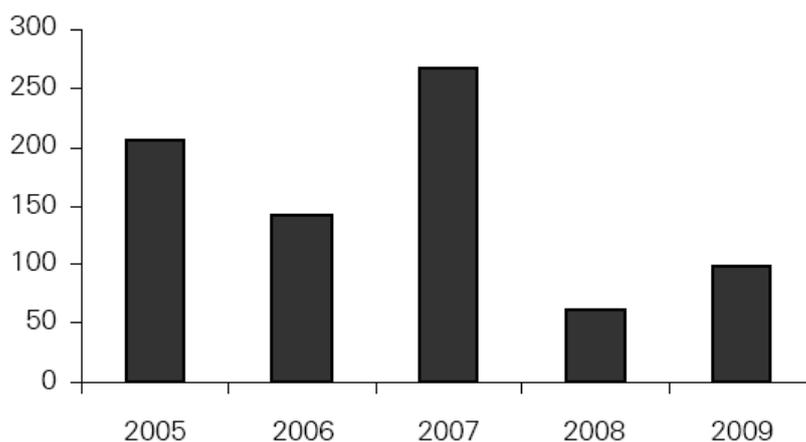


GRÁFICO 1 – Proporção de Capital Estrangeiro no Financiamento do Déficit da Grécia 2005-2009.

Fonte: Deutsche Bank – Focus Europe.

Nota: Inclui operações bancárias, fundos mútuos, fundos de pensão, seguradoras, *hedge funds* e recursos investidos de outros bancos centrais bem como, fundo de recursos soberanos.

Ao mesmo tempo, de acordo com o *Bank for International Settlement* (BIS) e FMI, 80% da dívida externa da Grécia é do Governo e chegou ao montante de 267 bilhões de dólares em 2008. Deste montante, a maior parte, de acordo com *European Community Commission* é retida por bancos europeus. E, conforme Minsky, em sua discussão sobre economias abertas, quando a dívida é possuída principalmente pelo Governo, o resultado é que a desvalorização da moeda, em caso de câmbio flutuante, aumenta a proporção da receita tributária utilizada para cumprir com as obrigações e/ou aumenta o déficit. Já em caso de câmbio fixo, como não se pode desvalorizar, sentir-se-á pressão sobre os salários.

Para que a Grécia pudesse participar da União Monetária Europeia, muitas das informações a respeito da magnitude e importância dos seus déficits foram subestimadas. De acordo com o verificado, o mesmo ocorreu no período recente. A partir de informações do FMI (2010) e do BIS (2010) pode-se observar, por exemplo, que do déficit estimado de 5,1% do PIB em 2009, foi reestimado para 12,7% (Gráfico 2), enquanto que o déficit de 2008 foi corrigido de 5,2% para 7,7% do PIB.

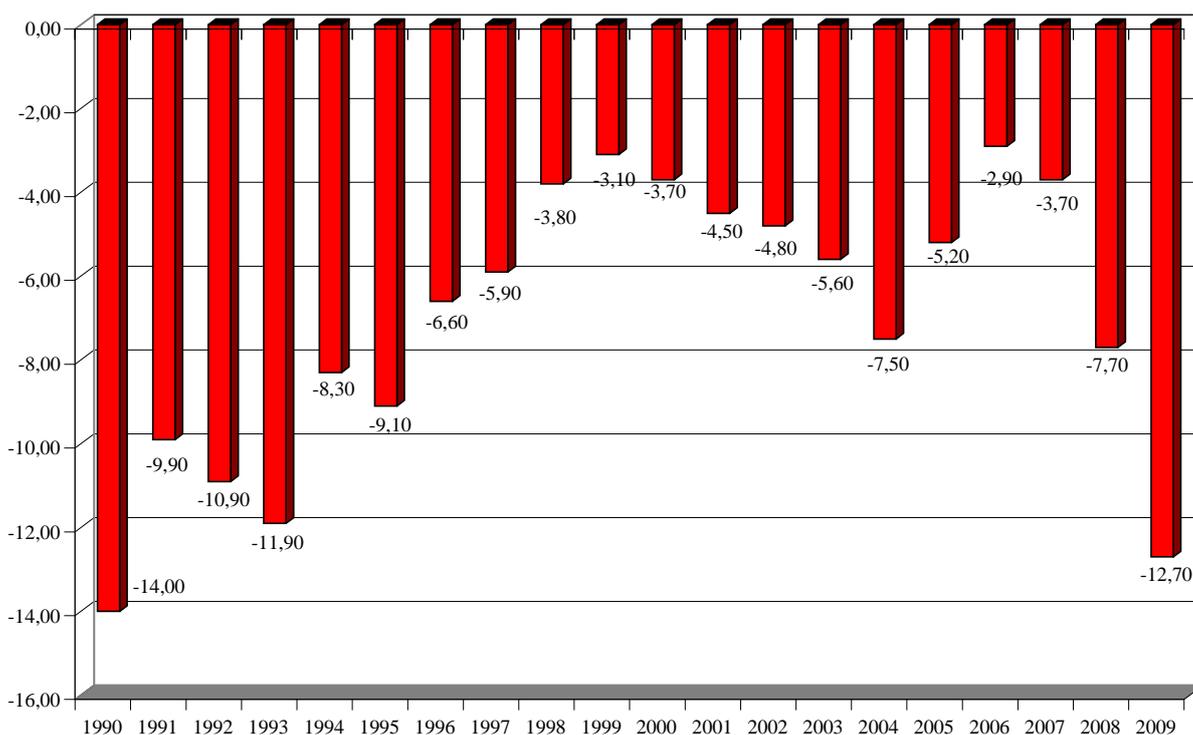


GRÁFICO 2 – Déficit Orçamentário Nominal da Grécia - 1990 a 2009

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

Em um período de retração internacional e recálculo do montante do déficit estimado da Grécia, o fator de risco internacional aumentou. O aumento do *spread* de crédito sobre a Grécia, também aumentou o custo de recursos sobre os demais países (Gráfico 3). O receio do mercado internacional, a partir de informações do FMI (2010), era de que a deterioração da situação grega pudesse levar a uma piora em termos de expectativas e estado de confiança sobre outros países<sup>24</sup>, como é o caso de Portugal, Itália, Espanha e Irlanda.

<sup>24</sup> De acordo com Carvalho (2009, p.98) o estado de confiança em uma determinada expectativa depende de quanto dessa expectativa é explicada por suposições, em vez de informações, e da confiança nessas mesmas suposições. A mesma expectativa quantitativa pode conduzir a diferentes decisões, dependendo da confiança que o tomador de decisões tenha na suas suposições. Variações no estado de confiança, por sua vez, refletem, em grande parte, a experiência de cada um.

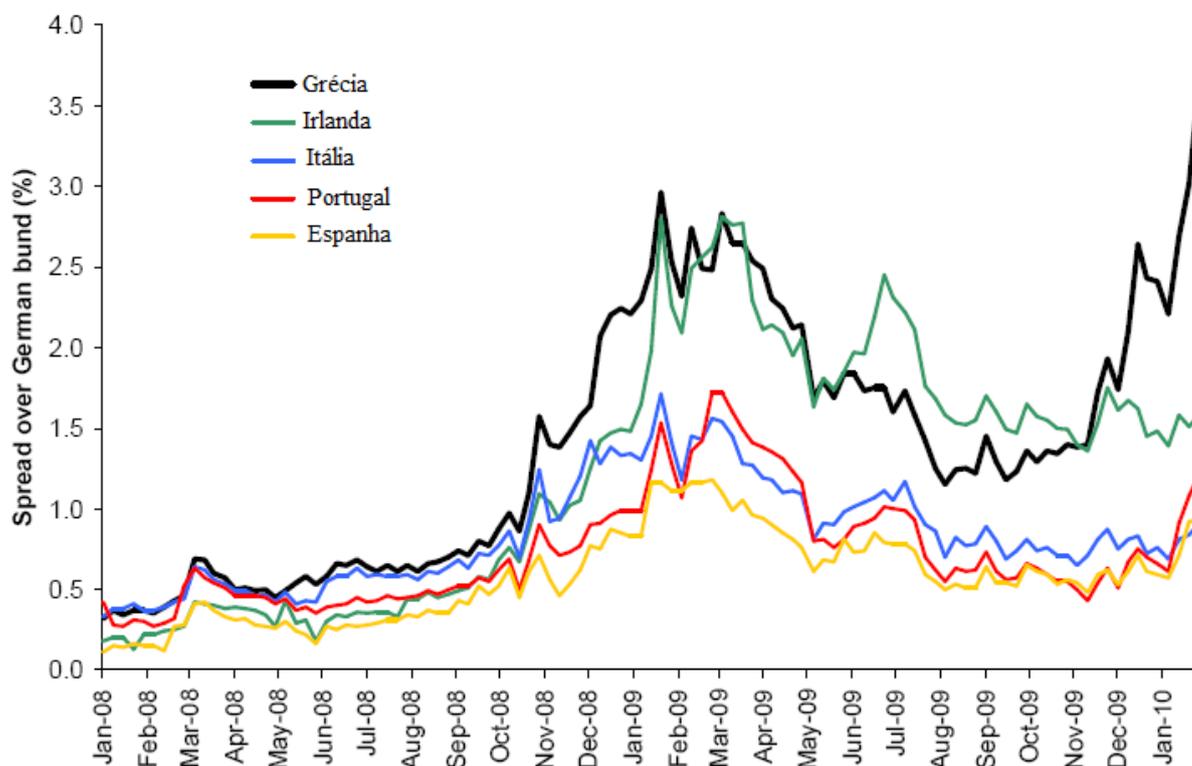


GRÁFICO 3 – Spread de Crédito em relação aos Títulos da Alemanha (*Bund Yield*)

Fonte: Rossi e Aguilera (2010, p. 5)

De fato, o risco da Grécia foi ampliado para outras economias que também têm exibido fragilidades, como Portugal, Itália, Irlanda e Espanha. Nesse sentido, a crise grega gerou um efeito contágio sobre outros países da Comunidade Europeia.<sup>25</sup> No mercado internacional foi criado o anacrônimo, nada lisonjeiro, PIIGS. Dessa forma, os países que compõem o grupo dos PIIGS são conhecidos no mercado financeiro internacional como países que passam por restrições de financiamento recorrente, além de pouca disciplina fiscal. No caso grego, em particular, apenas no ano de 2006 é que o déficit fiscal ficou abaixo dos 3% do PIB como prevê o *Stability and Growth Pact*.<sup>26</sup>

Conforme Dymski (1998), tendo em vista o próprio inter-relacionamento das economias da região em um ambiente de incerteza e em que há custos para obtenção de informações, tem-se uma propensão à ocorrência de problemas de contágio à medida que se verifica a expansão das possibilidades de investimentos em nível internacional. No mesmo sentido, Gray e Gray também salientam que economias integradas possuem canais adicionais de contágio, bem como fontes de fragilidade.

<sup>25</sup> A definição de contágio tem assumido variadas formas dentro da literatura econômica, além da influência direta da dinâmica de um país sobre seus parceiros econômicos, como destaca Dymski (1998). Uma das definições, utilizada por Kaminsky e Reinhart (1998), por exemplo, definem contágio como uma situação na qual o conhecimento da ocorrência de uma crise em algum lugar eleva a probabilidade de ocorrência de uma crise em outro país. Edwards (2000) definiu contágio como as situações nas quais a extensão e a magnitude em que o choque é transmitido internacionalmente excedem o impacto esperado *ex-ante* pelos agentes econômicos. Isso posto, podemos perceber que o conceito de contágio na literatura corresponde à situação na qual um choque externo é, em algum grau, transmitido para outras economias (Curado, 2001).

<sup>26</sup> Dados mostram que, entre 2000 e 2008, os salários do setor público na Grécia aumentaram em média 92,3%. Similarmente à Grécia, a Irlanda e Espanha aumentaram os salários do funcionalismo público em média, 141,4% e 81,8%, respectivamente

O surgimento de rumores a respeito de uma determinada economia pode fazer com que — a partir da forma como os agentes alocam seu portfólio — seja mais eficiente a realocação do portfólio dos agentes, dado o custo para se obter e processar informações a respeito de um determinado país. Nesse sentido, pode-se verificar que os agentes exibem um comportamento do tipo *herding behaviour*, no qual uma corrida contra um país ou moeda doméstica abre a possibilidade de um ataque especulativo contra outro país ou moeda, sem a verificação da veracidade deste rumor.

No caso da Grécia, o *spread* dos títulos soberanos em relação à média dos países da Zona do Euro esteve, já em janeiro de 2010, mais de 100 pontos base superior. De forma mais clara, isso significa que o custo médio de emissão de títulos da Grécia já está mais caro (Gráfico 4).

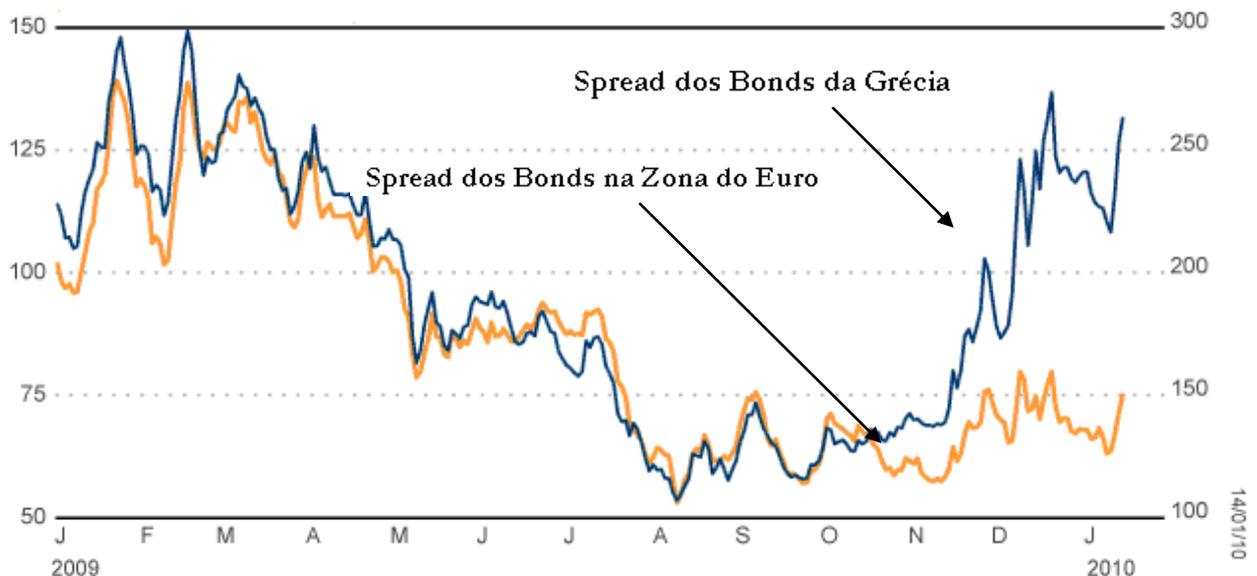


GRÁFICO 4 – Spread dos títulos de 10 anos dos governos (*Bond Yield*) em relação aos títulos da Alemanha (*Bund Yield*) em pontos base

Fonte: Thomson Reuters.

O crescimento do acesso da Grécia ao mercado de crédito internacional pode ampliar o seu problema de iliquidez, dado que o desejo dos bancos internacionais colocarem recursos naquele país depende da percepção de risco. Quando os empréstimos externos são de curta maturação; um pânico dos credores, isto é, uma recusa dos credores de rolar os empréstimos de curto prazo, pode resultar em uma possível corrida bancária, o que se configura em uma situação Ponzi insustentável.

Na Tabela 2, pode-se observar que a Grécia, já em 2008, possuía um já baixíssimo nível de reservas, com montante de 133% do PIB em dívida pública. Nestas circunstâncias, estes recursos não representam uma margem de confiança segura para o país, em termos de moeda estrangeira.

TABELA 2 – Dados econômicos de alguns países europeus – 2008 – US\$

Países da UE	PIB	Reservas Banco Central	Capitalização do Mercado de Capitais	Público – Debt Secure	Privado – Debt Secure	Total	Ativos Bancários
Áustria	414,8	8,9	76,3	216,4	480	696,5	719,5
Bélgica	506,2	9,3	167,4	501	612,2	1113,2	1908,8
Dinamarca	340	40,5	140	100,4	631,4	731,8	1333,5
Finlândia	271,9	7,0	157,5	119	123,5	242	410,5
França	2867	33,6	1490,6	1481,6	3052,8	4534,3	10469
Alemanha	3673,1	43,1	1110,6	1646,7	3842,9	5489,6	6540,9
<b>Grécia</b>	<b>357,5</b>	<b>0,3</b>	<b>90,9</b>	<b>478,6</b>	<b>162,2</b>	<b>640,9</b>	<b>556,3</b>
Irlanda	267,6	0,9	49,5	106,5	488,8	595,3	1360
Itália	2313,9	37,1	522,1	1998,7	2495,2	4493,9	3295,3
Luxemburgo	55	0,3	66,6	0	107,1	107,1	776,4
Holanda	877	11,5	206,6	402,8	1655,1	2057,9	3044
Portugal	244,6	1,3	74,8	188,9	292,7	481,6	277,2
Espanha	1602	12,4	948,4	634	2692,4	3326,4	2954,5
Suécia	479	25,9	270	128,6	512,8	641,4	616,5
Reino Unido	2680	44,3	1868,2	835,1	3135,2	3970,3	12341,6

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do FMI.

De acordo com dados do BIS e do FMI, a Grécia apresentou uma rápida deterioração do seu déficit em transações correntes (2000 a 2008), que chegou a ficar acima de 10% do PIB a partir do ano de 2006 (Gráfico 5, na próxima página). Naquele período, o déficit grego em % do PIB já era o terceiro na zona do euro em termos relativos. A partir de informações do Fundo Monetário Internacional (FMI), no ano de 2008 o déficit em transações corrente na Grécia fechou em 51,574 bilhões de dólares, ficando apenas atrás da Itália e Espanha, que fecharam com 78,812 bilhões e 153,665 bilhões de dólares, respectivamente. Nesse sentido, deve-se levar em consideração que, conforme apontado por Minsky, Gray e Gray, Dymski e Foley, desequilíbrios no balanço de pagamentos não são financiados de forma ilimitada.

A partir de dados preliminares do FMI, a Grécia fechou 2009 com 33,756 bilhões de dólares de déficit, o que correspondeu a 9,98% do PIB. Boa parte deste déficit ocorreu devido à incapacidade da Grécia competir em termos de produtos de maior valor agregado, devido a sua baixa competitividade em termos de custos e a sua pequena base industrial (ROSSI; AGUILERA, 2010). Além disso, Fotopoulos (1992) já destacava um problema na economia grega que se tornaria persistente ao longo do tempo: grande especialização em serviços e uma grande demanda por bens de consumo que cresceu mais rapidamente do que o PIB, o que, naturalmente foi atendido por um maior nível de importações.

No que tange às contas externas, Foley (2003) destaca que para uma economia aberta  $g = sr + d$ , ou seja, a taxa de crescimento da economia ( $g$ ) depende de uma parcela “ $sr$ ” e da acumulação de dívida “ $d$ ”. Isto implica que, com a existência de um déficit em conta corrente ( $d > 0$ ), como exibido pela Grécia (Gráfico 5), a taxa de crescimento da economia ( $g$ ) tornou-se superior a sua capacidade de investimento ( $sr$ ), necessitando de importação de capital.<sup>27</sup> Tendo em vista essa importação de capital, essa economia alcançou um regime especulativo, dado que esses recursos dependem, em larga medida, da percepção dos investidores internacionais em relação à sua solvência e do aumento do seu passivo externo, principalmente do seu setor público<sup>28</sup>.

<sup>27</sup> Para a variável taxa de crescimento veja as Tabelas 1.

<sup>28</sup> O nível de reservas internacionais da Grécia é praticamente nulo, para isso veja a Tabela 2. Neste caso, os recursos em divisa estrangeira para o financiamento de seu crescimento se dão por meio da importação de capitais, o qual aumentou substancialmente no período verificado

Um dos grandes desafios da Grécia para a reversão do seu grande déficit em transações correntes — e também dos países que compõe o grupo dos PIIGS — é a grande capacidade competitiva da Alemanha, que possui grandes vantagens em tecnologia e em capital humano superior aos demais países do grupo. Além disso, Rossi e Aguilera (2010) destacam que os salários reais na Alemanha permaneceram praticamente constantes entre os anos 2000 e 2004 e decresceram à taxa de 0,4% a partir de 2004 até 2008.

O financiamento do déficit em transações correntes na Grécia foi realizado por meio de “*debt creating inflows*”. Nesse sentido, a maior parte dos recursos necessários foi adquirida por fluxos de investimento em títulos públicos e investimentos em portfólio, que podem ter suas posições realizadas a qualquer momento, devido a sua alta liquidez e à possibilidade de aplicação financeira em outros países.

De acordo com dados do FMI, no final do período terceiro trimestre de 2009, o capital estrangeiro detinha 92,3% do total de títulos da dívida grega, o que representou 89,25% do PIB grego para o ano de 2009. Desde 2004, o mercado internacional dobrou sua posição em relação à aplicação de recurso no mercado de títulos públicos gregos. Entretanto, apesar deste cenário, há baixo nível de exposição dos bancos privados da Grécia em relação ao endividamento.

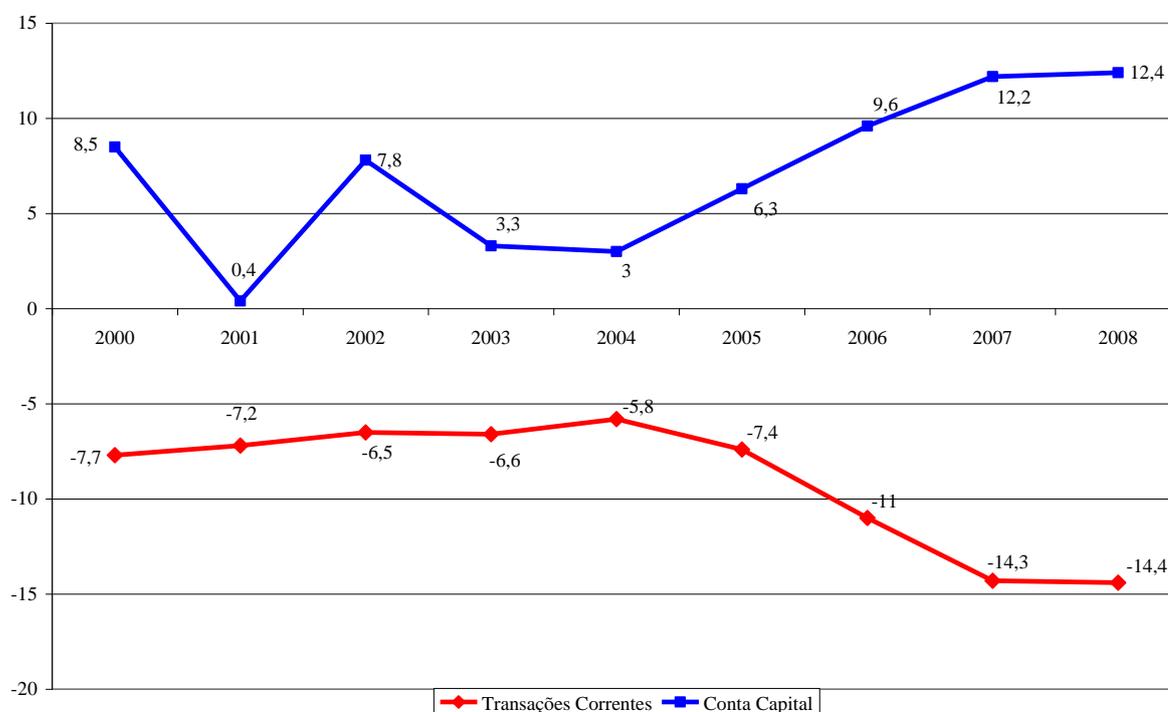


GRÁFICO 5 – As contas de Transações Correntes e Conta de Capital da Grécia – 2000 a 2008. - % do PIB

Fonte: FMI e BIS (2010).

Como a Grécia está dentro da União Monetária Europeia, não há a opção unilateral de desvalorização da taxa de câmbio. Uma saída mais sustentável para o caso grego seria um ajustamento em que será requerida a queda de salários e preços para influenciar um ganho de competitividade em termos de custos, além da atuação coordenada internacional a partir dos países membros da UE, junto ao Banco Central Europeu (o *Big Bank*).<sup>29</sup> Nesse sentido, a redução dos salários com o objetivo de redução de custos é, como já discutido, algo sugerido por Minsky que tende a acontecer em economias abertas, com taxa de câmbio fixa, e com fragilidade financeira, buscando o aumento de competitividade.

<sup>29</sup> O parlamento alemão aprovou em meados de maio de 2010 a participação do país no pacote de resgate da zona euro. Foi aprovado um pacote de e 750 bilhões de euros (cerca de US\$ 1 trilhão)

Além da necessidade de atuação do *Big Bank* europeu, o ajustamento possível no caso da Grécia deverá ser dado em outras duas frentes: a partir do déficit fiscal e a partir da redução de sua exposição externa. Esse ajuste já foi iniciado pelas autoridades econômicas e monetárias a partir de 2009. Contudo, a conjuntura grega não eliminou a possibilidade de uma crise de sua dívida soberana, nem o risco de um maior efeito contágio sobre os demais países mais vulneráveis da União Europeia.

Nesse contexto, já se pode observar a redução da classificação de risco-país pelas principais *credit rating agencies* a partir da Tabela 3 abaixo.

TABELA 3 – Classificação Internacional de Risco País – Janeiro de 2010.

	A2 (Neg)	Redução de Grau em Dez de 09	Moody's
Grécia	BBB+(Neg)	Redução de Grau em Dez de 09	Standard & Poor's
	BBB+ (Neg)	Redução de Grau em Dez de 09	Fitch Ratings

Fonte: Bloomberg (2010)

Como se pode observar das informações disponíveis do Banco Central Europeu (BCE), o grande estoque de dívidas do setor público é basicamente externa, o que faz o processo de refinanciamento desta dívida e o processo de renegociação (se necessário) um caso bastante complexo. De acordo com informações do FMI (*Quarterly External Debt Database*) e do BCE, as dívidas de curto prazo são da ordem de 71,77 bilhões de dólares ou 53,52 bilhões de euros, aproximadamente para o ano de 2009.<sup>30</sup>

Os bancos de alguns países da Europa estão particularmente mais expostos em relação ao total dos passivos externos da Grécia e principalmente em relação ao total dos países que compõe o anacrônimo PIIGS (incluso a Grécia). Nesse contexto, a fragilidade externa da Grécia tem um potencial desestabilizador sobre outros países que têm indicadores similares deteriorados em termos de transações correntes e situação fiscal, como no caso de Portugal, Espanha, Itália e Irlanda.

TABELA 4 – Grau de Exposição dos Bancos Europeus aos PIIGS como(% do PIB)

País	Grécia	Irlanda	Itália	Portugal	Espanha	PIIGS
<b>Europa</b>						
Áustria	1	2	4	1	2	10
França	3	2	17	1	7	30
Alemanha	1	5	6	1	6	19
Irlanda	3	0	17	2	12	34
Itália	0	1	0	0	1	2
Holanda	1	4	8	1	14	28
Portugal	4	6	2	0	11	23
Espanha	0	1	3	5	0	9
<b>Estados Unidos</b>	0	0	0	0	0	0
<b>Japão</b>	0	1	1	0	1	3
<b>Reino Unido</b>	0	7	3	1	5	16
<b>Suíça</b>	12	3	3	1	3	22

Fonte: Deutch Bank AG.

Nota: Inclui títulos públicos e privados, empréstimos externos, empréstimos oficiais, títulos soberanos de dívidas e exposição ao mercado de derivativos.

<sup>30</sup> Considerou-se para o cálculo a taxa de câmbio do dólar em 0,745 Euros.

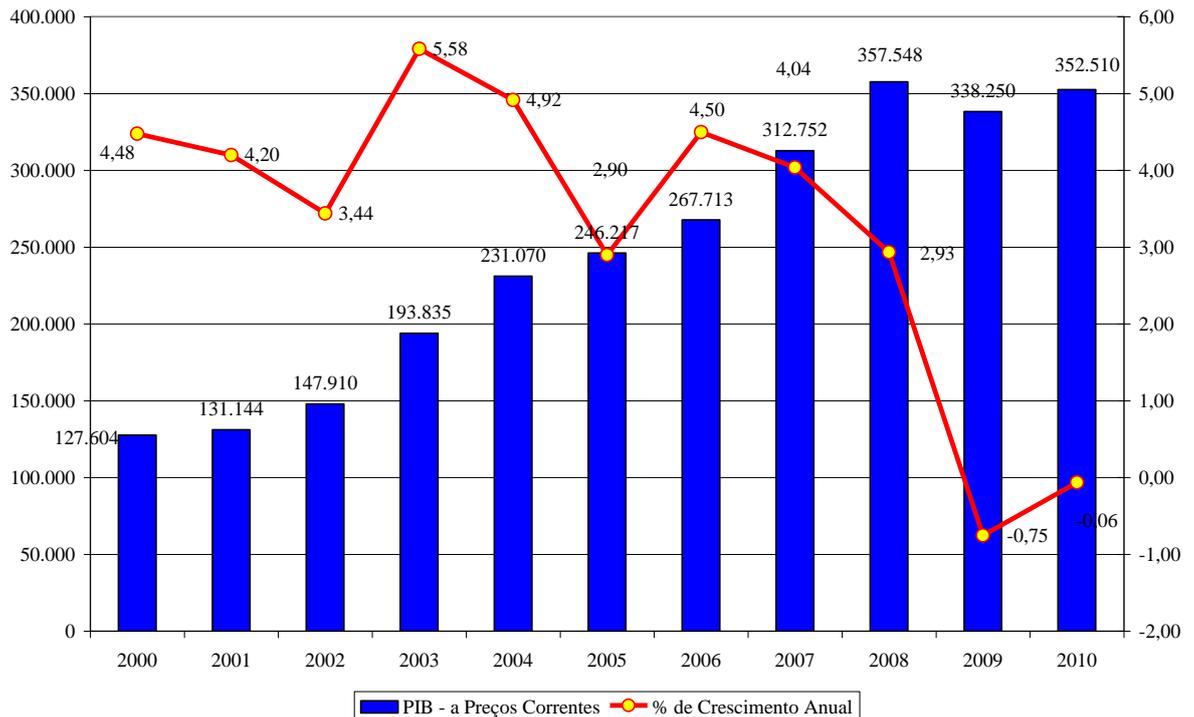


GRÁFICO 6 – PIB a Preços Correntes e Crescimento Anual (2000-2010)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database*, October 2009

Nota: Para 2010, o valor destacado do PIB é um valor projetado.

De acordo com a Tabela 4, a Alemanha, França, Irlanda Holanda e Suíça possuem o maior nível de exposição em relação aos PIIGS. No primeiro caso tem-se uma exposição direta da ordem de 19% do PIB daquele país, que está em torno de US\$ 3,8 trilhões. No caso da França pode-se observar uma exposição da ordem de 30% do PIB em relação aos ativos adquiridos na Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha.

A Irlanda possui 34% do seu PIB em relação aos ativos adquiridos nos PIIGS. A Holanda possui 28%, Portugal 23% e Suíça 22%.

Como pôde ser observado, os recente rebaixamentos das notas das agências de classificação de risco internacional e as demais revisões de dados subestimados divulgados à Comissão Europeia para outros anos, devem gerar no curto prazo maiores dificuldades na sustentação dos desequilíbrios da Grécia, além de elevar a probabilidade de redução do influxo de capitais estrangeiros.<sup>31</sup>

## Considerações Finais

A crescente integração que se faz presente entre as economias, nos tempos atuais, gerou a necessidade de espacializar a hipótese da instabilidade financeira. Nesse sentido, vários autores dedicaram-se a ampliar essa hipótese para explicar as economias abertas. A revisão de alguns desses autores realizada neste trabalho, permitiu verificar que ambos concordam com a ideia de que a abertura da economia amplia a fragilidade minskyana e com que o balanço de pagamentos têm grande importância no desencadeamento das crises. Entretanto, cada um dos autores se preocupou em salientar fatores diferentes que contribuem para fortalecer a fragilidade neste tipo de economias.

<sup>31</sup> De acordo com dados do FMI, no caso de Portugal, Espanha e Irlanda, os investimentos internacionais para a cobertura do déficit em transações correntes são baseados em empréstimos ao invés influxo de capital de portfólio. Este fato reduz a possibilidade de uma parada súbita da entrada de capital de forma abrupta, como no caso da Grécia.

O próprio Minsky, quando analisa economias abertas, destaca a importância do balanço de pagamentos em desencadear situações de crise. Ressalta que um saldo negativo, no que se refere a pagamentos de dívidas e balança comercial, deverá ser coberto por movimentos de capitais de longo prazo e de curto prazo, sendo este último o elemento de equilíbrio do balanço de pagamentos. Mas isso gera um acúmulo de dívidas de curto prazo do país deficitário com o resto do mundo, o que acaba pressionando a taxa de câmbio e a taxa de juros. A continuidade desse processo leva o país a despendar reservas para defender a taxa de câmbio, mas não impede, por fim, sua desvalorização.

Dymski, por sua vez, além de considerar o balanço de pagamentos, enfatiza que o caráter do crescimento econômico e o diferencial de crescimento da região e das regiões vizinhas também devem ser considerados ao se analisar a possibilidade de uma crise. O autor sugere que o processo de fragilidade e reversão que ocorre no momento de expansão, conforme descrito por Minsky, é acentuado no caso de uma economia aberta em que os fluxos transfonteiriços fazem com que a taxa de crescimento dos *portfolios* exceda a produção de ativos reais. Ainda, Dymski constata que a presença de investidores estrangeiros impõe limites à administração das dificuldades, pois esses investidores ameaçam retirar os fundos do país o que provoca colapso no mercado de ações e/ou deflações de dívidas, da mesma forma que analisado por Minsky. Isso também provoca desestabilização da moeda.

Gray e Gray também fazem referência ao balanço de pagamentos, assinalando que ao conceder empréstimos a uma determinada economia os países estrangeiros devem considerar os riscos macroeconômicos do balanço de pagamentos, dado que seu saldo não pode apresentar desequilíbrios ilimitados. Fluxos elevados de capitais para uma economia, aliados a fortes desequilíbrios no balanço de pagamentos, podem levar a rumores que provocam a saída de capitais do país influenciando, por sua vez, na taxa de câmbio. Isso pode levar a deflações de dívidas, o que vai depender da intervenção do prestador de última instância.

Por fim, Foley (2003) demonstra que países que possuem déficits em conta corrente são capazes de apresentar taxas de crescimento superiores às taxas de lucro da economia, dada a importação de capitais. Entretanto estas economias estão sujeitas a enfrentar crises recorrentes, dado que à medida que a taxa de crescimento efetiva da economia é superior à taxa de crescimento de equilíbrio o Banco Central aumenta a taxa de juros, gerando fragilidade financeira na economia. Isso provoca saída de capitais, o que se pode entender, terá influência sobre a taxa de câmbio.

No caso da economia Grega, como pode ser evidenciado com os dados da seção 4, tem-se a situação destacada de Foley, ou seja, as taxas de crescimento da economia grega durante parte do período analisado dependeu da importação de capital. Parte desses recursos foram utilizados para consumo interno, por meio de importações de bens e serviços, bem como para o financiamento do elevado déficit orçamentário do setor público.

Isso mostra que, quando a economia é aberta, a fragilidade financeira influencia na taxa de câmbio do país (neste caso da Zona do Euro), o que pode acentuar ainda mais o problema da fragilidade financeira. A intensidade da crise daí resultante depende da intervenção do prestador de última instância, que no caso de economias abertas, pode não estar situado dentro do país, o que pode gerar dificuldades de coordenação internacional para um *bail out*.

Além disso, a adaptação formal da hipótese de fragilidade financeira para uma economia aberta em Foley (2000), a ocorrência do déficit em conta corrente permite que a taxa de crescimento da economia ultrapasse a taxa de lucro, o que, segundo este autor, caracteriza um regime *especulativo*, como fundamentado na seção 4, ser justamente o caso da Grécia.

Então, em caso de economias integradas, diferentemente das economias fechadas, uma crise financeira pode vir acompanhada de uma elevada volatilidade cambial, dado os diversos fatores que passam a influenciar na economia. Além disso, deve-se considerar que, em um sistema internacionalmente integrado, as economias nacionais estão expostas não apenas aos distúrbios e

enganos surgidos dentro de seu própria mercado, mas precisam também enfrentar distúrbios originados em outros países, e que acabam atingindo a primeira.

Em janeiro deste ano, o Governo grego apresentou o *Stability and Growth Programme* almejando um déficit fiscal de 3% do PIB para 2010. Esse pacote consiste de uma série de receitas e cortes de despesas, como a redução no nível de emprego no setor público, 10% de cortes nos salários do funcionalismo e congelamento dos salários nominais.

Essa política fiscal restritiva terá o reforço de legislação específica para o monitoramento do orçamento fiscal daquele país, bem como contará com itens referentes ao seu sistema de saúde e fundos de pensão públicos.

Além disso, há a tramitação legislativa na Grécia de que o seu Serviço Nacional de Estatística se tornará um órgão independente do Governo para melhorar a confiabilidade dos dados fornecidos.

## Referências bibliográficas

- BIS. Disponível em: <<http://www.bis.org/>>, 2010.
- CALVO, Guillermo A. **Capital flows: emerging issues**. Disponível em: <[www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm](http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm)>. Bogotá: University of Maryland, 1977.
- CARVALHO, F. C. O retorno de Keynes. **Novos Estudos. CEBRAP**. 83, março 2009. pp. 91-101
- COUTINHO, Luciano; BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, Campinas : UNIAMP/IE, n.11, p.137-150, dez., 1988.
- CURADO, Marcelo Luiz. **Rigidez comercial, movimentos de capital e crise cambial**. Campinas. 137p. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2001.
- DEOS, Simone Silva de . **A hipótese da instabilidade financeira de Minsky em uma economia de mercado de capitais**. Porto Alegre. Dissertação (Mestrado em Economia) - Curso de Pós Graduação em Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 1997.
- DYMSKI, Gary A. “Economia de bolha” e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.11, p.73-136, dez., 1988.
- EDWARDS, S. “**Contagion**”. University of Califórnia, March, 2000. Disponível em: <[www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards](http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards)>.
- FMI. Disponível em <<http://www.ifm.org/>>, 2010
- FOLEY, Duncan K. **Financial fragility in developing economies**. New York: New School University, 2003.
- GALBRAITH, J. The generalized Minsky Moment. **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?** Blithewood/USA, pp. 22-32, 2008.
- GRAY, H. Peter; GRAY, Jean M. Minskian fragility in the internacional financial system. In: DYMISKY, Gary; POLLIN, Robert (Ed.). **New perspectives in monetary macroeconomics: explorations in the tradition of Hyman P. Minsky**, Michigan, 1994.
- KAMINSKY, G.L.; REINHART, C.M. **The Twin Crisis: the causes of banking and payments problems**, february, 1998. (mimeo). Disponível em: <<http://www.nber.org/>>.
- Lourenço, André Luis C. de. O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n. 3, p.445-474, dez. 2006.
- MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986
- \_\_\_\_\_. **The financial instability hypothesis**. New York: The New Economics Institute, (Working Paper, 74). Disponível em: <<http://www.levy.org/>>, 1992.
- \_\_\_\_\_. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975
- \_\_\_\_\_. **Can it happen again?** New York: M. E. Sharpe. Caps. 4 e 10, 1982.

- \_\_\_\_\_ Integração financeira e política monetária. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 3, p.21-36, dez., 1994
- MORENO-BRID, Juan Carlos. On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model. **Journal of Post Keynesian Economics**, New York: M. E. Sharpe, v.21, n.2., 1998-99
- PAULA, L.F. e ALVES Jr. A. J. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 1, pp. 72-93, jan./março. 1999.
- ROSSI, V. e AGUILERA, R. D. **No Painless Solution to Greece's Debt Crisis**. Chatam House. 2010.