

## Fragilidade Financeira Externa da Economia Brasileira no período 2003-2018

---

External Financial Fragility of the Brazilian Economy in the period 2003-2018

Jander Luiz Silva Archanjo<sup>a</sup>

Bernardo Pádua Jardim de Miranda<sup>b</sup>

**Resumo:** O presente artigo analisa a fragilidade financeira externa da economia brasileira no período entre os anos de 2003 e 2018. Para tanto, são calculados indicadores de fragilidade financeira externa que possuem como fundamento teórico a Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky (1986), adaptada para uma economia aberta. Os indicadores mostraram que o Brasil possui elevada proporção de passivos externos de curto prazo comparativamente às reservas e que as exportações brasileiras são consideravelmente baixas, diante da demanda corrente por moeda estrangeira. Verificou-se ainda, que a trajetória desses índices foi fortemente influenciada pela oscilação dos preços de *commodities* e pelos fatores patrimoniais.

**Palavras-chave:** Fragilidade Financeira Externa; Balanço de Pagamentos; Posição Internacional de Investimentos.

**Classificação JEL:** F10, F21, F30

**Abstract:** The present article analyzes the external financial fragility of the Brazilian economy in the period between the years 2003 and 2018. For this purpose, external financial fragility indicators are calculated, which have as theoretical basis the Minsky Financial Fragility Hypothesis (1986), adapted for an open economy. The indicators showed that Brazil has a high proportion of short-term external liabilities, compared to reserves and that Brazilian exports are considerably low in view of the current demand for foreign currency. It was also found that the trajectory of these indices was strongly influenced by the fluctuation in commodity prices and by equity factors.

**Keywords:** External Financial Fragility; Balance of Payments; International Investment Position.

**JEL Classification:** F10, F21, F30

---

---

<sup>a</sup> Mestre em Economia pela Universidade Federal de Alfenas. E-mail: [jander.archanjo@gmail.com](mailto:jander.archanjo@gmail.com)

<sup>b</sup> Professor do ICSA e do PPGEconomia da Universidade Federal de Alfenas.  
E-mail: [bernardo.miranda@unifal-mg.edu.br](mailto:bernardo.miranda@unifal-mg.edu.br)

## 1. Introdução

A globalização financeira ocorrida nos anos 1980 e 1990, baseada na desregulamentação dos mercados financeiros, aumento dos fluxos internacionais de capitais, securitização das dívidas e inovações financeiras, representou, para a América Latina, o retorno dos fluxos de capitais voluntários na década de 1990 (FREITAS; PRATES, 2003). Os fluxos de capitais privados, ao permitirem que países realizassem sucessivos déficits em conta corrente em um nível superior do que o permitido se esses países se apoiassem apenas em reservas internacionais, propiciaram uma acumulação de passivos externos que tornou esses países mais vulneráveis à interrupção súbita dos fluxos de capitais, aumentando a necessidade de acumulação de reservas como forma de proteção contra ataques especulativos (AKYUZ, 2008, 1999; FRIEDEN, 2008; GENTIL; ARAÚJO, 2012). A alta volatilidade desses fluxos de capitais provocou instabilidade nos mercados cambiais e financeiros desses países, direcionando-os para desequilíbrios e crises externas, tais como as ocorridas na Tailândia (1997), no México (1995), na Rússia (1998), no Brasil (1999, 2002) na Turquia (2001) e na Argentina (2001). No mesmo sentido, a expansão das inovações financeiras propiciou as condições para a crise financeira internacional ocorrida em 2008, que atingiu com maior força os países desenvolvidos.

No Brasil, apesar de ter ocorrido uma forte acumulação de reservas internacionais nos anos 2000, o passivo externo assumiu uma trajetória crescente, com significativa parcela constituída por passivos de curto prazo (GENTIL; ARAÚJO, 2012). Dada a baixa capacidade de gerar saldos comerciais que permitam sustentar as despesas com esse passivo, torna-se necessário a atração de recursos externos para o pagamento de juros e lucros do capital estrangeiro, fazendo com que o país seja altamente dependente de financiamento externo e, portanto, vulnerável aos ciclos de liquidez mundial. Dessa forma, a reversão das expectativas sobre a capacidade de pagamento dos compromissos em moeda estrangeira do país pode interromper o influxo de capitais, gerando desequilíbrios no balanço de pagamentos (FERREIRA; MATTOS, 2018; RESENDE; AMADO, 2007).

Diante dessas questões, é de suma importância o monitoramento do grau de vulnerabilidade externa ao longo do tempo, observando a evolução dos determinantes dos déficits em transações correntes e a evolução do passivo externo do país, uma vez que essas variáveis são importantes para a formação das expectativas com relação à situação externa da economia brasileira.

Nesse sentido, o presente trabalho tem como objetivo analisar a evolução da fragilidade financeira externa da economia brasileira no período entre 2003-2018. Para isso, serão calculados indicadores que mensuram a capacidade de uma economia de honrar seus compromissos em moeda estrangeira, compreendendo variáveis de fluxos do balanço de pagamentos e estoques de ativos e passivos externos do país. Trata-se de indicadores importantes para análise da fragilidade financeira externa, pois mensuram o grau de dependência do país com relação aos influxos de capitais estrangeiros, bem como

a vulnerabilidade desse país a choques externos. Portanto, o presente artigo contribui para o debate empírico sobre a evolução da fragilidade externa da economia brasileira, por meio da atualização e da análise dos indicadores de fragilidade financeira externa até o ano de 2018.

Além desta introdução, este trabalho conta com mais três seções. Na primeira, apresenta-se aspectos teóricos acerca da fragilidade financeira em economias abertas. Na segunda seção, apresenta-se a metodologia e análise dos indicadores de fragilidade financeira externa. Por fim, nas considerações finais são apresentados os principais resultados encontrados no trabalho e conclusões.

## **2. Fragilidade Financeira Externa**

A sequência de crises financeiras e de operações de resgate pelas quais passaram os países em desenvolvimento, a partir da década de 1990, despertaram o interesse dos economistas a respeito das relações entre os desequilíbrios no comércio externo, do balanço de pagamentos, do sistema bancário e dos regimes monetários nesses países (MARICHAL, 2016).

Buscando compreender os determinantes dessas crises, muitos economistas utilizam a teoria de Minsky (1986) para o estudo do fenômeno da fragilização financeira externa dos países. Devido ao fato da teoria de Minsky tratar do processo de fragilização financeira em economias fechadas, essa proposição não compreende o caso das economias em desenvolvimento, no qual os problemas financeiros estão fortemente associados aos desequilíbrios no balanço de pagamentos (BRESSER-PEREIRA *et al.*, 2016). Sendo assim, para compreender o fenômeno da fragilização financeira externa dos países, a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky (1986) foi adaptada para uma economia aberta por diversos autores, tais como Akyuz (1998), Dymski (1998), Kregel (1998), Paula e Alves Jr. (1999), Resende e Amado (2007) e Tonveronachi (2006). Nesta seção, serão apresentadas questões levantadas por esses autores, as quais contribuem para uma melhor compreensão da fragilidade financeira externa das economias.

### **2.1. Taxa de Câmbio, Juros Internacionais e Fragilidade Financeira**

Paula e Alves Jr. (1999, p.78) definem fragilidade financeira externa como “o grau de vulnerabilidade de uma economia às mudanças nas condições de financiamento oriundas de alterações nas taxas de juros externa ou ainda nas taxas de câmbio”. Conforme os autores, a fragilidade pode se manifestar em nível operacional, associada, em termos macroeconômicos, aos déficits na balança comercial; e em nível financeiro, associado à vulnerabilidade do país a choques externos decorrentes de alterações nas condições internacionais de financiamento e do câmbio. Dessa forma, a economia será mais frágil quanto maior a proporção de agentes residentes com compromissos financeiros com o exterior em moeda estrangeira a vencer que não possam ser cumpridos

com os recursos externos disponíveis, o que implica em refinanciamento das obrigações de curto prazo.

Em economias abertas, além do problema associado à capacidade de pagamento dos compromissos em moeda estrangeira das unidades econômicas, existe o problema associado à capacidade de geração de divisas externas que permitam esses pagamentos (RESENDE; AMADO, 2007). Nesse sentido, o nível de competitividade ajuda a mensurar, do ponto de vista macroeconômico, o grau de fragilidade financeira externa das economias, uma vez que está associada à sua capacidade relativa de gerar saldos comerciais (JAYME JR.; RESENDE, 2009).

Considerando que as receitas com exportações, nos países em desenvolvimento, são voláteis devido à sua especialização em *commodities*, Kregel (2004) assinala que os empréstimos que geram os serviços da dívida devem ser limitados de modo a compatibilizar os pagamentos com esse serviço. Nesse sentido, para que um sistema internacional de pagamentos seja sustentável no longo prazo, é necessário um fluxo de capitais consistentes dos países estruturalmente credores para os devedores, para que essas economias consigam honrar o pagamento do serviço de seus passivos externos sem que haja pressões sobre a taxa de câmbio (MINSKY, 1993).

No entanto, o financiamento dos déficits em conta corrente via superávits na conta financeira provoca aumento do passivo externo do país, contribuindo para a redução dos saldos futuros em transações correntes, devido ao pagamento de rendas (lucros, juros e dividendos) associados a esse passivo<sup>1</sup>. Sendo assim, além das duas fontes de instabilidade financeira doméstica levantadas por Minsky (mercado de títulos superaquecidos e excesso de endividamento dos agentes associado ao movimento cíclico da economia), as elevadas entradas de riqueza estrangeira em um país também podem ser consideradas fontes de instabilidade. Isso ocorre devido ao fato de os proprietários estrangeiros poderem demandar medidas de proteção para seus ativos e suas remunerações, sob a ameaça de retirada de seus fundos na economia do país (DYMSKI, 1998).

Portanto, considerando que o saldo comercial constitui a principal fonte autônoma de receita em moeda estrangeira, uma economia pouco competitiva possui tendência de acúmulo de passivos externos (JAYME JR.; RESENDE, 2009). Nesse sentido, Resende e Amado (2007) assinalam que, devido ao fato de os países em desenvolvimento terem menor capacidade de geração de divisas necessárias para pagamento de compromissos em moeda estrangeira relativamente às economias centrais, as economias em desenvolvimento são classificadas como especulativas ou Ponzi nos mercados financeiros mundiais, o que implica menor disponibilidade de crédito para esses países em

---

<sup>1</sup> A estratégia de crescimento com poupança externa com sucessivos déficits em conta corrente tem sido criticada devido à sua implicação em termos de aumento da fragilidade financeira externa, decorrente da elevação do controle estrangeiro sobre o estoque de capital dos países em desenvolvimento. Isso faz com que parcela crescente da renda seja transferida para o exterior em forma de pagamentos de juros e dividendos (BRESSER-PEREIRA; GALA 2007; BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2003; NASSIF, 2015).

comparação com os países desenvolvidos. Sendo assim, é fundamental que os países em desenvolvimento utilizem a entrada de recursos estrangeiros para a finalidade de obter saldos positivos na conta corrente no futuro, através de estímulos aos setores exportadores (DYMSKI, 1998; KREGEL, 2004; TONVERONACHI, 2006).

## **2.2. Passivo Externo e Reversão Súbita dos Fluxos de Capitais**

O Passivo Externo Bruto (PEB) consiste no estoque de capitais externos que foram necessários para se contrapor aos déficits ocorridos nos períodos passados, tendo como contrapartida rendas enviadas ao exterior. Os fluxos de entrada de capitais para financiamento dos déficits em conta corrente podem ser na forma de financiamento por títulos, por bancos comerciais, por empréstimos oficiais, por investimento estrangeiro direto (IED) e por investimento estrangeiro em carteira (IEC) (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). O IED está associado à compra de cotas ou de ações em empresas no exterior de modo a obter controle sobre a empresa que recebeu o investimento, ao passo que o IEC envolve os fluxos de capitais que não estão associados ao controle operacional da empresa que recebe o investimento (BAUMANN *et al.*, 2004).

Esses tipos de financiamento podem ser classificados em duas categorias: i) financiamento por dívida, no qual o devedor deve pagar o serviço da dívida, independente da atividade econômica; ii) e controle acionário, cujas remunerações (lucros e dividendos) dependem da atividade econômica. Um país cujo passivo externo esteja associado às dívidas e que esteja passando por queda na atividade, pode encontrar dificuldades de quitação dessa dívida, uma vez que o pagamento de juros não sofreria alteração. Já no caso de o passivo estar associado ao controle acionário, a queda na atividade econômica reduz as remunerações associadas a esse passivo. Sendo assim, o financiamento por controle acionário deixa o país devedor menos vulnerável à crise de empréstimos (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

No mesmo sentido, Tonveronachi (2006) ressalta que há significativas diferenças na fragilidade financeira que decorre de fluxos de capitais provenientes dos investimentos financeiros estrangeiros e investimentos estrangeiro direto. Isso ocorre na medida em que os investimentos diretos reduzem a liquidez da dívida, ao transferirem o risco da esfera financeira para a esfera real, enquanto os investimentos financeiros estrangeiros estão associados ao mercado de capitais ou empréstimos ao setor bancário.

Resende e Amado (2007) assinalam que os países em desenvolvimento possuem restrição de divisas externas (deficiência competitiva estrutural) e conseqüente necessidade de atração de capitais externos para financiamento de longo prazo. Conforme os autores, as economias em desenvolvimento possuem um comportamento reflexo dos ciclos de liquidez internacional, que se manifesta na maior disponibilidade de empréstimos do sistema financeiro internacional para as economias em desenvolvimento, durante os períodos de alta na liquidez internacional, e pela contração súbita desses empréstimos durante a queda desta liquidez. Dessa forma, devido ao comportamento

minskiano do sistema financeiro internacional, ocorre um aumento no passivo externo desses países em períodos de alta da liquidez internacional<sup>2</sup>.

Os déficits em conta corrente nos países em desenvolvimento, usados para financiamento de suas obrigações em moeda estrangeira, possuem como contrapartida um aumento do PEB. Esse aumento do PEB implica ampliação das obrigações em moeda estrangeira nos períodos futuros na forma de remuneração desse passivo, que se dá sob a forma de remessa de lucros, dividendos e juros sobre a dívida externa, reforçando a tendência de ocorrência de déficits em transações correntes futuros. Conforme Carbaugh (2004), uma economia que possui recursos suficientes para remunerar os investidores estrangeiros de forma satisfatória não encontra barreiras para a manutenção dos déficits em conta corrente, uma vez que nessa condição o financiamento desses déficits seria mantido.

No entanto, se os influxos de recursos externos se tornam insuficientes para financiar o déficit em conta corrente, as reservas externas são reduzidas, o que pode propagar expectativas negativas quanto à capacidade de solvência do país e, conseqüentemente, gerar uma fuga de capitais que desestabiliza a economia do país. Assim, os influxos de capitais para países fragilizados financeiramente podem ser interrompidos de acordo com a percepção do sistema financeiro internacional quanto à capacidade de solvência desses países (KREGEL, 2004). Nesse sentido, uma reversão das expectativas sobre a capacidade de pagamento dos compromissos externos pode gerar o efeito “manada”, no qual a venda parcial ou integral das posições de um credor pode desencadear o comportamento igual em grande parte dos demais credores. Conforme Resende e Amado (2007), a redução da oferta de financiamento externo acontece em maior proporção nos países em desenvolvimento comparativamente aos desenvolvidos, devido à já mencionada baixa capacidade de gerar divisas desses países.

Lara (2014) ressalta que o valor do passivo externo também pode variar em decorrência do fator patrimonial (variação do valor do estoque), além do já discutido fator fluxo (saldo em transações correntes). Considerando que esse passivo externo é parte denominado em reais e parte em dólares, o valor em dólares do estoque desse passivo pode sofrer alterações devido à variação da taxa de câmbio entre essas duas moedas e pela variação dos preços desses passivos. Sendo assim, um passivo externo composto majoritariamente por IED e IEC, em detrimento de empréstimos externos, é mais estável em períodos de saída de capitais, uma vez que nesses momentos o valor desses passivos sofre dupla desvalorização devido aos efeitos da desvalorização cambial e pela queda dos preços dos ativos.

### **2.3. Volatilidade dos Fluxos de Capitais**

---

<sup>2</sup> O aumento da vulnerabilidade dos países em desenvolvimento no período de alta da liquidez internacional pode ficar “mascarado” devido aos superávits no balanço de pagamentos nesses períodos (RESENDE; AMADO, 2007).

Outra questão inerente às economias abertas, e com potencial desestabilizador sobre os países em desenvolvimento, se refere à dinâmica dos movimentos de capitais internacionais e da diversificação internacional de portfólios, os quais foram aumentados com a integração mundial das economias e dos sistemas financeiros (MINSKY, 1994). Trata-se de uma dinâmica exógena aos países em desenvolvimento, determinada pelo ciclo econômico e pela política monetária do país emissor da moeda-chave (PRATES; CINTRA, 2007).

Um dos problemas que decorre da livre movimentação de capitais para os países em desenvolvimento consiste no aumento da fragilidade externa associado à possibilidade de reversão súbita dos fluxos de capitais de curto prazo para esses países. Isso pode ocorrer em função de uma reversão nas expectativas dos investidores internacionais (OREIRO, 2004). Trata-se de um movimento que decorre da posição periférica dos países em desenvolvimento na hierarquia das moedas<sup>3</sup> (CONTI *et al.*, 2014; FRITZ *et al.*, 2016). Conforme esses autores, as moedas dos países periféricos não possuem liquidez no âmbito internacional. Nesse sentido, considerando que indivíduos tomam decisão de portfólio com base no *trade-off* entre liquidez e rendimento, os agentes irão demandar a moeda dos países periféricos e os títulos denominados nessas moedas somente na condição de haver elevados rendimentos associado a essa moeda, conferindo um caráter especulativo à demanda pela moeda não-conversível<sup>4</sup>.

Assim, em períodos de alta da liquidez internacional, a baixa preferência pela liquidez faz com que os ativos dos países periféricos sejam demandados devido à expectativa de valorização de suas moedas, que compensaria o baixo prêmio de liquidez dessas moedas. Já em um contexto de incerteza e alta preferência pela liquidez, haverá uma redução da demanda por moeda dos países periféricos e títulos denominados nessa moeda, gerando fuga de capitais dos países periféricos para os países centrais. Portanto, na ausência de controles de capitais, os fluxos de capitais para os países periféricos são instáveis, pois dependem dos ciclos internacionais de liquidez. Isso faz com que essas economias sejam mais vulneráveis a choques externos comparativamente às economias centrais.

De acordo com Baumann *et al.* (2004), alterações abruptas nos fluxos de investimento internacional afetam as economias nacionais por três vias: ajuste nas contas externas, impacto nas esferas monetária e financeira, e impacto sobre a esfera real. O processo de ajuste se caracteriza pela utilização de reservas internacionais do país em

---

<sup>3</sup> No sistema monetário internacional, as moedas são hierarquizadas de acordo com o seu grau de liquidez: o dólar no topo, seguido pelas moedas conversíveis emitidas pelos demais países centrais, seguidos pelas moedas não-conversíveis (FRITZ, *et al.*, 2016).

<sup>4</sup> Entende-se por moeda conversível uma moeda que cumpre as funções de meio de pagamento, unidade de conta e de denominação de contrato e ativo de reserva, em âmbito internacional. Nesse sentido, tem-se que somente o dólar exerce plenamente as três funções (PRATES; CINTRA, 2007).

caso de instabilidade no sistema financeiro internacional e pela política de esterilização<sup>5</sup> em períodos de alta da liquidez internacional. Nas esferas monetária e financeira, a volatilidade dos fluxos de capitais causa instabilidade no mercado cambial, podendo distorcer os preços relativos e afetar a competitividade da economia. Na esfera real, a volatilidade da taxa de câmbio e dos juros podem afetar negativamente os investimentos produtivos devido às mudanças nas expectativas que essa volatilidade causa.

Devido ao fato de os países em desenvolvimento não possuírem moeda conversível, a moeda desses países possui um prêmio de risco associada. Portanto, considerando livre mobilidade de capitais, esses países devem fixar taxas de juros mais elevadas para atrair capitais, comparativamente aos países centrais, o que implica perda de autonomia da política monetária (PRATES; CINTRA, 2007; TONVERONACHI, 2006). Nesse sentido, a análise Keynesiana da instabilidade financeira sobre os ciclos financeiros nas economias em desenvolvimento assinala que a regulação e controle sobre os fluxos de capitais constituem os principais instrumentos para assegurar a estabilidade financeira<sup>6</sup> (AKYUZ, 2008; OREIRO, 2004; PRATES; CINTRA, 2007).

### 3. Fragilidade Financeira Externa da Economia Brasileira

#### 3.1. Metodologia

Para análise da fragilidade financeira externa da economia brasileira serão calculados indicadores que evidenciam a posição financeira externa de uma economia. Eles relacionam os recursos disponíveis e as obrigações, ambas em moeda estrangeira, possibilitando a mensuração do grau de dependência da economia brasileira com relação ao mercado financeiro internacional. Para construção dos indicadores serão utilizados dados trimestrais do BP e da PII, disponibilizados pelo Banco Central do Brasil, os quais estão compatíveis com a sexta edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6) do FMI (2009).

---

<sup>5</sup> Em períodos de alta da liquidez internacional, o Banco Central pode conter a apreciação cambial por meio da compra de divisas com moeda doméstica, aumentando a oferta de moeda doméstica economia. Nesse sentido, a política de esterilização enxuga o excesso de liquidez proveniente dessa compra por meio da oferta de títulos públicos na economia. No entanto, essa política pode elevar a dívida pública caso haja um diferencial entre as taxas de juros interna e externa.

<sup>6</sup> Conforme Krugman e Obstfeld (2005), a maioria dos formuladores de políticas econômicas nos países desenvolvidos e em desenvolvimento consideraram os controles de capitais inviáveis e prejudiciais à atividade econômica. Com isso, propostas de redução do risco de crise financeira (medidas preventivas) defendem maior transparência sobre as políticas econômicas e situação financeira dos países; maior solidez dos sistemas bancários, em termos de maior regulamentação e exigência de capital; ampliação de linhas de crédito para os países em crise monetária; maior participação de ações em detrimento da dívida nos influxos de capitais. No mesmo sentido, Cunha e Prates (2003) assinalam que as iniciativas de reforma da arquitetura financeira internacional fortalecem a “disciplina do mercado”, na medida em que buscam manter a livre mobilidade de capitais e reduzir as incertezas políticas dos países por meio da imposição de instituições homogêneas e com o setor privado (agências de *ratings* e bancos internacionais) passando a discriminar os países que não seguem “boas práticas”.



Na subseção 3.1.1 será apresentado o Indicador de Fragilidade Financeira Externa (IFE), desenvolvido por Paula e Alves Jr. (1999), o qual compreende variáveis de fluxos e estoques. Além disso, seguindo a metodologia proposta por Sarto (2014), serão analisados os aspectos da fragilidade financeira externa de forma separada, isto é, em níveis operacional e estrutural, de maneira complementar a análise do IFE. O Indicador de Fragilidade Financeira Externa Estrutural (IFEE), detalhado na seção 3.1.2, consiste em um indicador de liquidez externa, associado à fragilidade financeira de curto prazo, o qual relaciona o estoque de passivos externos de curto prazo e os ativos prontamente disponíveis (reservas internacionais). Por sua vez, a Fragilidade Financeira Externa Operacional, explicada na seção 3.1.3, compreende uma análise de fluxo de caixa e indicadores associados à capacidade de solvência externa no médio e longo prazos. Trata-se de indicadores que buscam mensurar a capacidade de um país honrar seus compromissos em moeda estrangeira com recursos gerados por meio das exportações de bens.

### 3.1.1. Índice de Fragilidade Financeira Externa

O IFE mensura o grau de fragilidade financeira externa, relacionando os recursos disponíveis em moeda estrangeira de um país com suas obrigações reais e virtuais em moeda estrangeira, e engloba variáveis de fluxos e estoques, obtidas no BP e PII respectivamente. Os compromissos reais compreendem as despesas com importações de bens e serviços, mais as amortizações de empréstimos, enquanto as virtuais englobam os passivos externo de curto prazo.

O indicador possui no numerador as obrigações em moeda estrangeira, compreendendo as despesas contabilizadas na conta de transações correntes a título de importações de bens e serviços, despesas com rendas e despesas com amortizações de empréstimos contabilizadas na conta financeira. Quanto às obrigações virtuais, o índice compreende os estoques de passivos externos de curto prazo acumulados até o trimestre anterior. No denominador, encontram-se as receitas contabilizadas na conta corrente com exportações de bens e serviços e receitas com renda; ingressos de recursos externos a título de empréstimos e de IED registrados na conta financeira; e reservas internacionais acumuladas até trimestre anterior. Dessa forma, o indicador é dado por:

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

onde:

M = importações de bens;

$D_j$  = despesas com juros  $j$ ;

$D_{os}$  = despesas com outros serviços;

A = amortizações de empréstimos;

$CCP_{-1}$  = estoque de capitais de curto prazo, defasado em um período;

$PLA_{-1}$  = estoque de investimento líquido em portfólio, defasado em um período;

$X$  = exportações de bens;

$R_j$  = receitas com juros  $j$ ;

$R_{os}$  = receita com outros serviços

$RE_{-1}$  = reservas internacionais acumulados até o período anterior;

$I_d$  = entrada de divisas correspondentes aos investimentos diretos;

$E_{ml}$  = empréstimos de médio e longo prazo.

O estoque de capitais de curto prazo e os investimentos líquidos em portfólio foram defasados em um período, pois considera-se que tais obrigações só poderiam ser exigidas no trimestre subsequente ao de sua entrada. Da mesma forma, as reservas internacionais foram defasadas, pois considera-se que as obrigações em um determinado período podem ser enfrentadas com as reservas acumuladas até o trimestre anterior (PAULA; ALVES JR., 1999).

As contas utilizadas para compor o índice estão descritas no Quadro 1 a seguir:

**Quadro 1 - Informações do BP Utilizadas para o Cálculo do IFE**

<b>Obrigações Reais e Virtuais</b>	
<b>M (Importações)</b>	Importação de bens
<b><math>D_j</math> (Despesas com juros)</b>	Renda primária – despesa
<b><math>D_{os}</math> (Despesas com outros serviços)</b>	Serviços – despesa
	Renda secundária – despesa
<b>A (Amortizações)</b>	Amortização de empréstimos e títulos de longo prazo negociados no mercado externo
	Amortizações pagas ao exterior em operações intercompanhia
<b>CCP (Capitais de curto prazo)</b>	Derivativos financeiros
	Dívida externa bruta de curto prazo
<b>PLA (Investimento líquido em portfólio)</b>	Investimentos em carteira
<b>Recursos Disponíveis</b>	
<b>X (Exportações)</b>	Exportação de bens
<b><math>R_j</math> (Receitas com juros)</b>	Renda primária – Receita
<b><math>R_{os}</math> (Receitas com outros serviços)</b>	Serviços – receita
	Renda secundária – receita
<b>RE (Reservas internacionais acumuladas)</b>	Estoque de reservas internacionais
<b><math>I_d</math> (Entrada de divisas investimentos diretos)</b>	Investimento direto – ingressos
<b><math>E_{ml}</math> (Empréstimos de médio e longo prazos)</b>	Empréstimos e títulos de LP negociados no mercado externo – ingressos

Fonte: Elaboração própria com base em Paula e Alves Jr. (1999).

Conforme Paula e Alves Jr. (1999), uma economia aberta é classificada como *hedge* se o pagamento integral de seus compromissos em divisas estrangeiras, associadas ao fluxo de mercadorias e serviços, reais e virtuais, independe de refinanciamento permanente. Isso implica que os gastos correntes e os compromissos financeiros em moeda estrangeira estão em equilíbrio com as receitas correntes e com o grau de liquidez dos ativos, também em moeda estrangeira ( $IFE \leq 1$ ). Já uma economia cujo os gastos em transações correntes e obrigações financeiras demandam o uso recorrente de refinanciamento, e/ou queima de reservas ( $IFE > 1$ ), é classificada como especulativa<sup>7</sup>.

Nesse sentido, a trajetória desse índice evidencia a tendência de uma economia em direção a maior ou menor fragilidade externa. Uma trajetória decrescente do valor do índice significa que as obrigações do país estão se reduzindo relativamente às receitas correntes, diminuindo a necessidade de refinanciamento ou utilização de reservas, o que significa que suas condições de honrar compromissos financeiros de curto prazo estão melhorando. Analogamente, uma trajetória crescente indica que as obrigações do país estão se elevando proporcionalmente às receitas e que, portanto, sua necessidade de refinanciamento externo ou de utilização de reservas está aumentando, bem como sua vulnerabilidade externa.

### 3.1.2. Fragilidade Financeira Externa Estrutural

A fragilidade financeira estrutural está associada às mudanças na composição dos passivos e ativos externos de uma economia. A composição do passivo externo é importante para a análise de liquidez externa da economia, pois capta sua vulnerabilidade associada à facilidade que os recursos externos podem sair do país, em termos de aplicações financeiras pelos não residentes, e pela interrupção da rolagem dos empréstimos externos.

Conforme Medeiros e Serrano (2001), uma crise cambial geralmente ocorre em decorrência da interrupção de financiamento por parte dos credores externos. Os autores assinalam que, quanto maior a proporção de passivos externos de curto prazo sobre as reservas, maior será a probabilidade de ocorrer uma interrupção de financiamento externo, dado que as reservas internacionais constituem um dos determinantes das expectativas dos investidores estrangeiros sobre a capacidade de solvência do país.

Dessa forma, quanto maior a razão, maior será o impacto desestabilizador de uma interrupção nos fluxos de capitais, podendo gerar um processo especulativo que pode exaurir as reservas externas do país. Nesse sentido, o Índice de Fragilidade Financeira Externa Estrutural (IFEE) possibilita a mensuração do grau de vulnerabilidade da economia à fuga de capitais externos e de probabilidade de ocorrência de uma crise cambial. O indicador é dado por:

---

<sup>7</sup> Os autores ressaltam que a fragilidade financeira depende também de convenções, na medida em que está associada com expectativas dos agentes sobre o comportamento futuro dos mercados financeiros, o que torna difícil a definição precisa do grau de fragilidade de uma economia.

$$IFEE = \frac{PASSIVOS DE CURTO PRAZO}{RESERVAS INTERNACIONAIS} \quad (2)$$

Os passivos de curto prazo (PCP) considerados são os derivativos financeiros, investimentos em carteira (ações e títulos públicos) e empréstimos de curto prazo. O aumento do indicador significa uma deterioração da capacidade do país de liquidar suas posições passivas (com maior potencial de reversão súbita) com reservas internacionais acumuladas. Dessa forma, uma posição *hedge* está associada com os níveis de reservas maiores que os passivos de curto prazo ( $IFE \leq 1$ ). Quando os passivos de curto prazo superam o nível de reservas, trata-se de uma posição especulativa ou Ponzi ( $IFE > 1$ ).

### 3.1.3. Fragilidade Financeira Externa Operacional

Os indicadores que serão calculados para análise da fragilidade financeira em nível operacional buscam avaliar a capacidade de geração de divisas por meio das exportações, frente à demanda por moeda estrangeira. A deterioração desses indicadores significa que a disponibilidade de recursos correntes em moeda estrangeira não está sendo suficiente para cobrir a demanda corrente por moeda estrangeira, o que implica aumento da necessidade por financiamento externo.

A análise da Fragilidade Financeira Externa Operacional da economia brasileira será realizada em duas etapas. Na primeira etapa, será feita um exame de fluxo de caixa (fluxos do BP) com base nas equações elaboradas por Tonveronachi (2006), as quais demonstram as condições de sustentabilidade de uma trajetória de déficits em conta corrente e suas implicações sobre o passivo externo de um país.

Tonveronachi (2006) assinala que mudanças no saldo em conta corrente (CA) de um país provocam uma mudança de igual magnitude sobre seu passivo externo líquido (NFD), em termos absolutos, de modo que um déficit em CA eleva a NFD:

$$NFD - NFD_{-1} \equiv -CA \equiv -NX - NFI - UT \quad (3)$$

onde NFD é o passivo externo líquido,  $NFD_{-1}$  é o passivo externo líquido do período anterior, NX denota as exportações líquidas, NFI as receitas líquidas advindas do exterior e UT as transferências unilaterais.

Conforme o autor, a ausência de liquidez para as unidades em déficit obriga essas unidades a se endividarem em moeda estrangeira, processo que se expressa em um influxo de capital registrado na conta capital e financeira do balanço de pagamento em magnitude igual ao do déficit CA. Dessa forma, sucessivos déficits em conta corrente constituem determinantes críticos da fragilidade externa de um país, pois produzem um aumento do passivo externo e eleva a proporção de unidades especulativas e Ponzi dentro da economia em questão.

Conforme a Equação 4, em cada período futuro, o país possui expectativa de que o influxo de moeda estrangeira devido às exportações, renda recebida do exterior e transferência unilaterais seja maior ou menor do que a quantidade de moeda estrangeira demandada para o pagamento com rendas e amortizações:

$$NX_i + r_i^{FA}FA_{i-1} + UT_i + \Delta FR_i \geq r_i^{FD}FD_{i-1} + MD_i \quad i=1, \dots, n \tag{4}$$

onde  $r^{FA}$  é a taxa de retorno sobre ativos externos acumulado até o período anterior ( $FA_{i-1}$ ),  $\Delta FR$  a variação das reservas externas,  $r^{FD}$  a taxa de juros média sobre o passivo externo acumulado até o período anterior ( $FD_{i-1}$ ) e  $MD$  a dívida em maturação.

Essa equação representa a extensão da análise minskiana sobre as condições de liquidez para uma economia aberta. Nesse sentido, a solvência de uma posição depende da condição do valor capitalizado de seus rendimentos futuros ( $NX_i + r_i^{FA}FA_{i-1} + UT_i + \Delta FR_i$ ) não ser menor do que o valor descontado de seus compromissos correntes em moeda estrangeira ( $r_i^{FD}FD_{i-1} + MD_i$ ). Assumindo reservas externas constantes, desconsiderando transferências unilaterais e considerando que as dívidas em maturação podem ser renegociadas junto ao mercado financeiro, a Equação (3) pode ser escrita da seguinte forma:

$$NFD - NFD_{-1} \equiv -CA \equiv -NX + r^{NFD}NFD_{-1} \tag{5}$$

A Equação 3 mostra que a insuficiência de recursos correntes ( $-NX$ ) para cobrir as despesas líquidas ( $r^{NFD}NFD_{-1}$ ) com renda implica em déficits em transações correntes e aumento o passivo externo líquido da economia (NFD). Nesse sentido, para que a economia não entre em uma trajetória insustentável de acumulação de passivos externos, é necessário que as exportações gerem divisas suficientes para o pagamento de rendas ao exterior.

O Quadro 2 indica as variáveis utilizadas para análise da fragilidade externa operacional.

<b>Disponibilidade de Recursos Correntes</b>	
<b>NX (exportações líquidas)</b>	Balança Comercial (FOB) - Saldo
	Balança de Serviços - Saldo
<b><math>r^{FA}FA</math> (taxa de retorno sobre ativos externos)</b>	Renda Primária - Receitas
<b>UT (transferências unilaterais)</b>	Renda Secundária - Saldo
<b>Demanda Total por Recursos Correntes</b>	
<b><math>r^{FD}FD</math> (despesas com renda)</b>	Renda Primária - Despesas
<b>MD (amortizações)</b>	Amortização de empréstimos e títulos de longo prazo negociados no mercado externo
	Amortizações pagas ao exterior em operações

	intercompanhia
<b>Outros Débitos na Conta Financeira<sup>8</sup></b>	Participação no Capital - Saídas
	Investimento estrangeiro em carteira – Saídas
	Investimento brasileiro em carteira - Saldo
	Investimento brasileiro direto - Saldo
	Outros Investimentos - Ativos

## Quadro 2 - Informações do BP Utilizadas para o Cálculo da Fragilidade Financeira Externa Operacional

Fonte: Elaboração própria com base em Sarto (2014). Dados: Banco Central do Brasil.

Na segunda etapa, serão calculados três indicadores que buscam mensurar a pressão da demanda por moeda estrangeira sobre a capacidade de gerar divisas da economia brasileira por meio das exportações. O primeiro indicador, denominado Indicador de Fragilidade Financeira Operacional (IFEOP), é dado pela razão demanda total por moeda estrangeira (Quadro 2) sobre as exportações de bens<sup>9</sup>. Assim, uma deterioração desse indicador significa que a demanda por moeda estrangeira devido aos gastos com transações correntes, investimentos brasileiros no exterior e compromissos financeiros, está aumentando relativamente às exportações. A baixa capacidade das exportações em fornecer divisas necessárias para suprir a demanda por moeda estrangeira implica aumento da dependência financiamento externo.

Os demais indicadores são associados à sustentabilidade da acumulação de passivos externos e são dados pela razão entre passivo externo líquido e exportações; e a razão entre as despesas com remuneração do passivo<sup>10</sup> e exportações. Conforme Medeiros e Serrano (2001), a relação entre essas variáveis é determinante para a análise de sustentabilidade de déficits em transações correntes, uma vez que o montante de passivo externo líquido determina o pagamento de serviços financeiros associados a esse passivo, enquanto as exportações representam a fonte de geração autônoma de divisas que possibilita o pagamento desses serviços. Trata-se, portanto, de um indicador que avalia a atratividade de um país periférico em relação aos fluxos internacionais de capitais, de modo que, quanto menor o valor desses indicadores, maior será a disposição dos investidores externos em financiar os déficits em transações correntes (LARA, 2014).

## 3.2. Resultados

### 3.2.1. Índice de Fragilidade Financeira Externa

<sup>8</sup> Este item compreende outras contas que debitam a conta financeira, possibilitando a mensuração da demanda total por recursos a cada período.

<sup>9</sup> Nesta etapa, não será utilizado o conceito de exportações líquidas, ou seja, os gastos com importações de bens e serviços passam a compor a demanda por moeda estrangeira.

<sup>10</sup> Compreende renda de investimento direto, investimento em carteira e juros.

O Gráfico 1 mostra o comportamento do IFE ao longo do período. Verifica-se que o IFE assumiu tendência decrescente entre o primeiro trimestre de 2006 e o último trimestre de 2015. Apesar da fragilidade financeira externa do Brasil ter se reduzido, o indicador assumiu valores acima de 1 em todo o período estudado, indicando que a capacidade de pagamento do país foi insuficiente para o cumprimento das obrigações em moeda estrangeira e que, portanto, o país foi dependente de financiamento externo para cumprir essas obrigações. A partir do último trimestre de 2015, até o primeiro trimestre de 2018, o indicador cresce ligeiramente, mas ainda assume valores menores do que nos anos anteriores ao ano de 2015.

**Gráfico 1 - Indicador de Fragilidade Financeira Externa  
Brasil, Dados Trimestrais: 2003-2018**



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

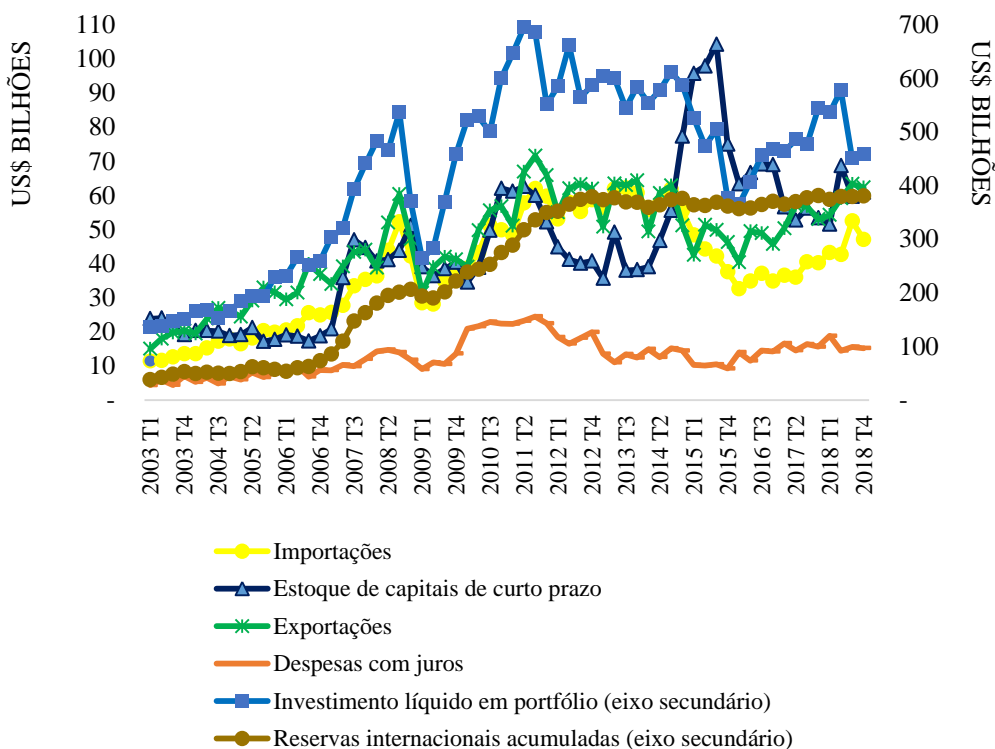
O Gráfico 2 mostra a evolução das principais variáveis que compõem o IFE. Como pode ser observado, o estoque de investimentos em portfólio constitui o principal componente do lado das obrigações do país em moeda estrangeira. Devido ao forte crescimento econômico e à ampla liquidez internacional, a variável cresceu significativamente entre 2003 e o primeiro trimestre de 2011, mesmo com a saída de capitais ocorrida em 2008 em virtude da crise financeira internacional, passando de US\$ 137 bilhões para US\$ 695 bilhões nesse período, um crescimento de 407%. A partir de 2011, com a deterioração dos cenários internos e externos, a variável assume trajetória decrescente, atingindo US\$ 365 bilhões no último trimestre de 2015. A partir do último trimestre de 2015, a variável cresce com o aumento do valor das ações, atingindo US\$ 494 bilhões no final de 2018.

Do lado das disponibilidades, as reservas internacionais constituem o principal componente. A variável cresceu de 2003 até o terceiro trimestre de 2012 devido aos superávits em transações correntes (ocorridos entre 2003-2007) e ao excesso de

financiamento externo nesse período, passando de US\$42,3 bilhões para US\$ 378 bilhões, uma variação de 795%. A partir do terceiro trimestre de 2012, a variação permanece estagnada nos níveis desse trimestre, terminando 2018 em US\$ 374 bilhões.

No período de maior crescimento dos investimentos líquidos em portfólio (407% entre 2003 até o primeiro trimestre de 2011), as reservas internacionais cresceram 654%, passando de US\$ 42 bilhões para US\$ 317 bilhões. Sendo assim, a trajetória decrescente do IFE é explicada, entre 2006 e o terceiro trimestre de 2012, pelo forte crescimento das reservas internacionais, o qual foi maior que crescimento das obrigações do país em moeda estrangeira.

**Gráfico 2 - Principais componentes do IFE (US\$ bilhões)  
Brasil, Dados Trimestrais: 2003-2018**



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Entre 2011 e o terceiro trimestre de 2012, o indicador se reduz tanto em função da redução dos investimentos líquidos em portfólio quanto do aumento dos níveis de reservas. Entre o quarto trimestre de 2012 e o quarto trimestre de 2015, a diminuição do indicador se deve à abrupta redução dos investimentos líquidos em portfólio, entre o segundo trimestre de 2014 e o último de 2015, em virtude da grave recessão sofrida pela



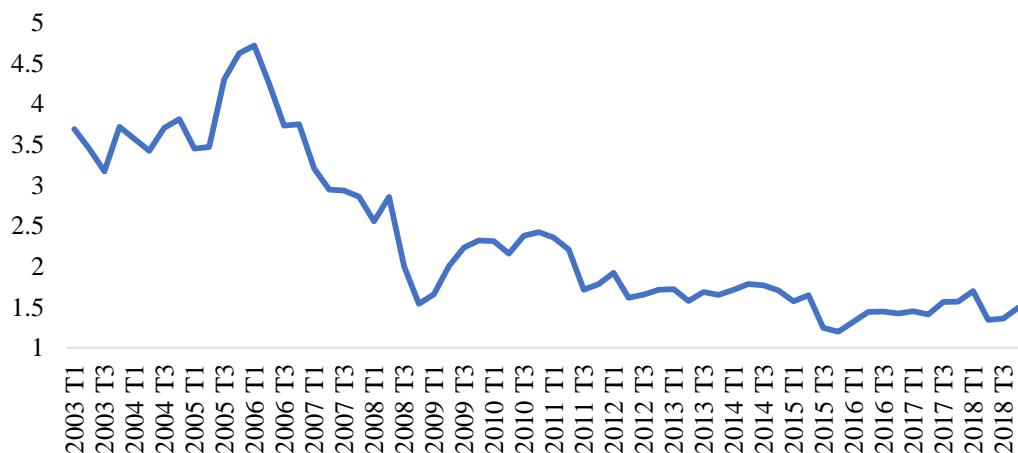
economia. A partir de 2016, essa queda do IFE é interrompida, assumindo trajetória crescente com o aumento do valor dos investimentos líquidos em portfólio.

### 3.2.2. Fragilidade Financeira Externa Estrutural

O Gráfico 3 mostra a evolução do Índice de Fragilidade Financeira Externa Estrutural (IFEE) do país. De modo geral, o indicador seguiu a mesma tendência do IFE, uma vez que o principal componente dos PCP consiste nos IEC.

Dessa forma, assim como ocorrido no indicador IFE, a redução do IFEE está associada ao aumento de reservas relativamente aos passivos de curto prazo, entre 2003 e o primeiro trimestre de 2011, e à redução do PCP (puxado pela queda do valor dos IEC) a partir de 2011. Já a alta, a partir de 2016, associa-se ao aumento do valor das ações. De modo geral, a liquidez externa da economia melhorou, refletida na significativa queda do índice, entre 2006 e 2015, e no fato das reservas terem superado o estoque de ações detido por não-residentes a partir de 2012. Apesar da redução desse indicador, verifica-se que o indicador assumiu valores acima de 1 durante todo o período, indicando que o país não possui reservas suficientes para liquidar seus passivos de curto prazo.

**Gráfico 3 - Índice de Fragilidade Financeira Externa Estrutural  
Brasil, Dados Trimestrais: 2003-2018**



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Noije (2014) e Biancarelli (2012) assinalam que a variação dos estoques de passivos externos adquiriu certa autonomia com relação ao saldo de transações correntes, uma vez que, durante os anos que ocorreram superávits em transações correntes (2003-2007), o passivo externo líquido cresceu, enquanto, durante os anos de déficits em transações correntes pós-2011, o passivo externo líquido reduziu. Dessa forma, a variação

do passivo externo líquido brasileiro nos anos recentes sofreu forte influência dos fatores patrimoniais, associados à variação do dólar e do preço dos ativos.

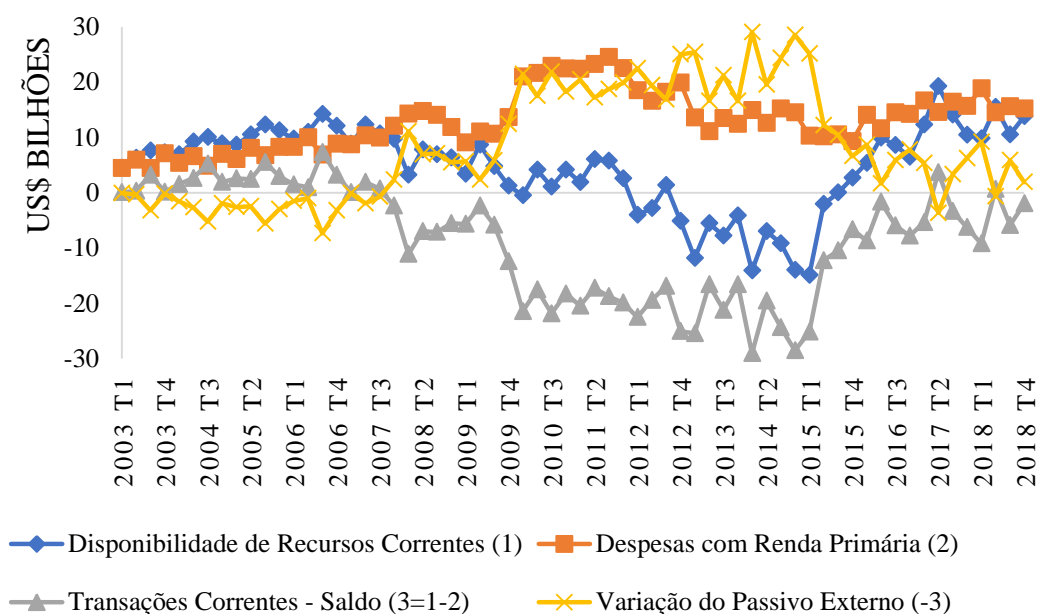
Assim, apesar de os fluxos de IEC terem reduzido a partir de 2016, devido à incerteza política e à perda do grau de investimento (RIBEIRO, 2016), o valor das ações aumentou em decorrência de fatores patrimoniais. Nesse sentido, verifica-se que os IEC reduziram, entre 2010 e 2015, tanto pela desvalorização cambial ocorrida no período quanto pela queda nos preços das ações, contribuindo para a redução do PEL a partir de 2011. A partir de 2016, o passivo externo líquido aumenta em função do aumento do IED e IEC, impulsionado pela valorização cambial ocorrida em 2016, bem como pela alta do valor das ações.

Com a alta do valor do estoque de IEC, o indicador situou-se na média de 1,5 a partir de 2016. A permanência de elevada proporção entre passivos de curto prazo e reservas indica que o país é vulnerável aos ciclos de liquidez internacional e à reversão das expectativas que podem levar a uma fuga de capitais, uma vez que o país não possui reservas suficientes para cobrir os passivos de curto prazo, os quais seriam os primeiros a serem revertidos.

### 3.2.3. Fragilidade Financeira Externa Operacional

O Gráfico 4 mostra a relação entre as disponibilidades de recursos correntes e as despesas com rendas. Como pode ser observado, a economia brasileira foi capaz de gerar recursos para pagamento das despesas com renda no período entre 2003 e final de 2007, devido aos significativos superávits comerciais realizados nesse período, que superaram os déficits estruturais na conta de serviços.

**Gráfico 4 - Despesas com Renda Primária x Disponibilidade de Recursos Correntes**



## **(US\$ bilhões), Brasil, Dados Trimestrais: 2003-2018**

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

A partir de 2008, as despesas com rendas foram maiores que a disponibilidade de recursos correntes, com exceção de dois trimestres: o primeiro de 2017 e o primeiro de 2018. Um dos fatores que contribuíram para essa reversão é a forte acumulação de passivo externo ocorrido entre 2003-2011, que gerou um crescimento das despesas com remuneração do passivo externo. Com isso, o pagamento de rendas para o exterior cresceu de US\$ 4,4 bilhões, no primeiro trimestre de 2003, para US\$ 24,5 bilhões no terceiro trimestre de 2011. Além disso, a disponibilidade de recursos correntes se reduz com a deterioração do saldo comercial, associada à queda do comércio internacional em 2008 e, também, pela deterioração das condições internas e externas da economia brasileira a partir de 2011.

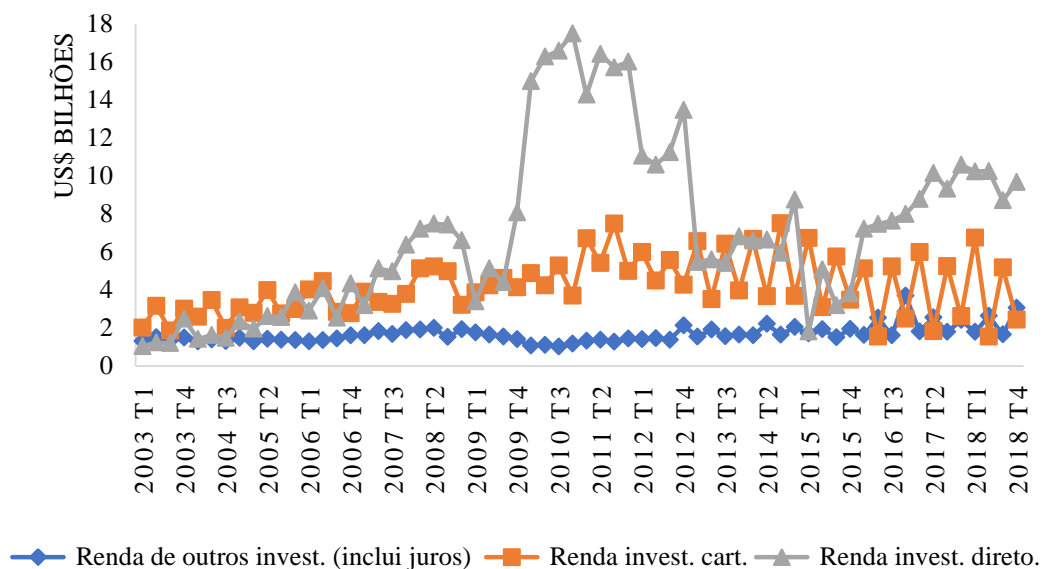
A partir do primeiro trimestre de 2015, com a redução das importações (entre 2015-2016) devido à grave recessão sofrida pela economia brasileira e o crescimento das exportações a partir de 2016 em virtude da melhora nos termos de trocas, a disponibilidade de recursos correntes se recupera. No entanto, as despesas com renda permaneceram superiores à disponibilidade de recursos em moeda estrangeira. Portanto, durante o período em que houve déficits em transações correntes, devido ao fato de os recursos disponíveis em moeda estrangeira serem menores que despesas com renda, houve a necessidade de captação de recursos no exterior, pressionando o passivo externo da economia brasileira<sup>11</sup>.

O Gráfico 5 mostra os componentes da despesa com a remuneração do passivo. Conforme pode ser observado, o principal componente responsável pelo aumento das despesas com rendas consiste no aumento das despesas com rendas de investimentos diretos que ocorreu entre 2009-2013, em virtude do aumento da remessa de lucros enviadas ao exterior. Também, verifica-se que, a partir de 2015, com o baixo dinamismo da economia brasileira, as despesas com rendas de investimentos diretos assumiram nova trajetória crescente.

---

<sup>11</sup> As alterações do passivo externo consideradas na análise da fragilidade financeira externa operacional são dadas pela diferença entre a disponibilidade de recursos correntes em moeda estrangeira (exportações líquidas mais as receitas com renda primária e o saldo de renda secundária) e as despesas com renda primária. Trata-se de variações decorrentes do fator fluxo, conforme denominação de Lara (2014). Ressalta-se que o passivo externo também pode variar em decorrência do fator patrimonial, associada às variações dos preços dos ativos e da taxa de câmbio.

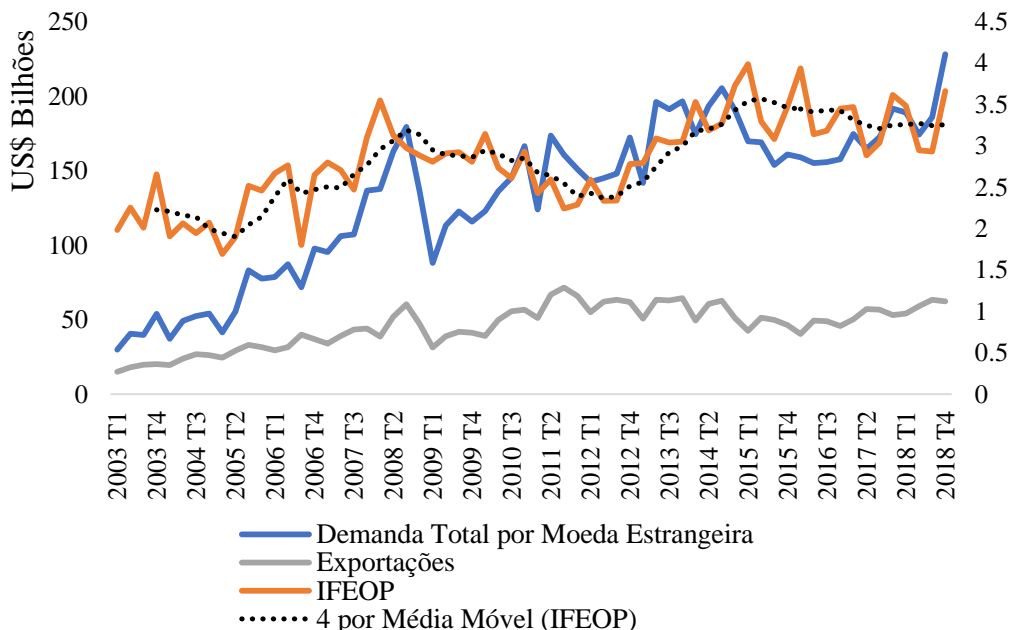
**Gráfico 5 – Principais Componentes das Despesas com Renda Primária (US\$ bilhões), Brasil, Dados Trimestrais: 2003-2018**



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

O Gráfico 6 mostra a evolução do IFEOP, da demanda total por moeda estrangeira e das exportações de bens. Verifica-se que, em todo o período estudado, o IFEOP assumiu valores elevados, uma vez que a demanda total por moeda estrangeira foi significativamente superior às exportações brasileiras. Ao longo do período, o indicador cresceu, uma vez que o crescimento da demanda total por moeda estrangeira foi maior do que o crescimento das exportações, principal fonte de divisas da economia brasileira, saindo de 2 em 2003 para 3,5 em 2018.

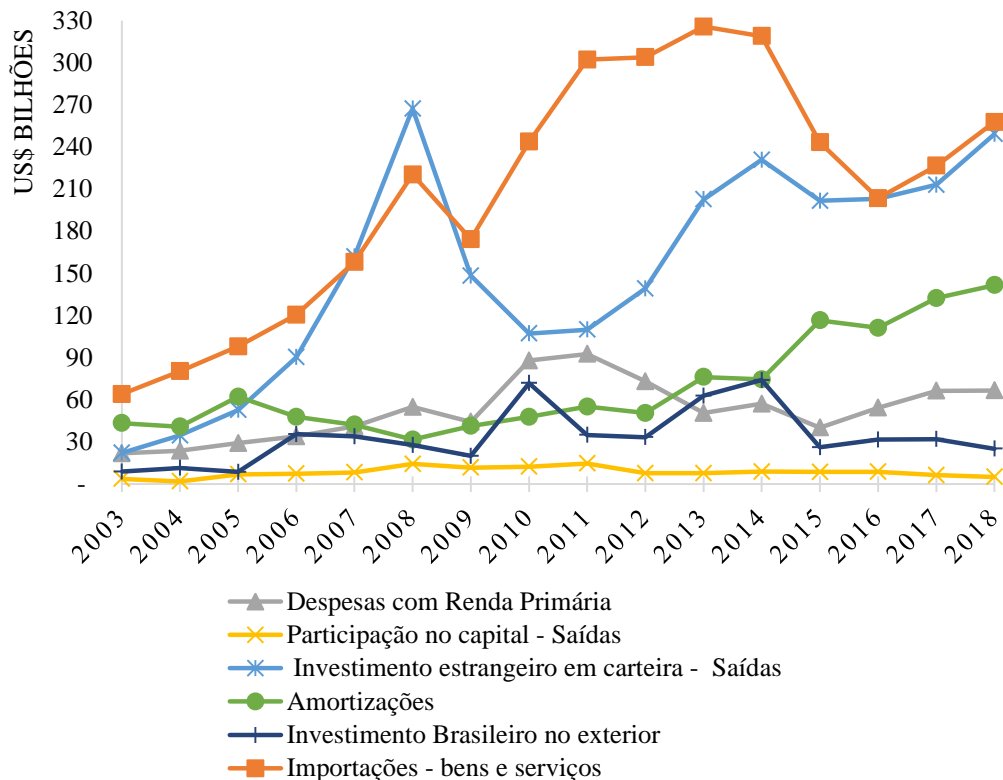
**Gráfico 6 - Indicador de Fragilidade Financeira Externa Operacional, Demanda Total por Moeda Estrangeira e Exportações (US\$ bilhões), Brasil, Dados Trimestrais: 2013-2018**



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Analisando os componentes da demanda total por moeda estrangeira, conforme pode ser observado no Gráfico 7, constata-se que a trajetória ascendente da demanda total por recursos correntes foi determinada principalmente pelos aumentos das saídas de investimentos em carteira, importações e amortizações. Portanto, tais contas constituem as principais fontes de demanda por moeda estrangeira na economia brasileira.

**Gráfico 7 - Componentes da Demanda Total por Moeda Estrangeira (US\$ bilhões), Brasil, Dados Anuais: 2003-2018**



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

As importações de bens e serviços e as despesas com renda cresceram significativamente ao longo do período. As amortizações de empréstimos externos pagas pela economia brasileira cresceram progressivamente, a partir de meados de 2012, devido ao aumento das amortizações pagas pelas operações intercompanhia e pelas amortizações de empréstimos e títulos de longo prazo negociados no mercado externo, saindo do valor de US\$ 43,3 bilhões em 2003 para US\$ 141,6 bilhões em 2018. Também houve crescimento significativo dos investimentos brasileiros no exterior, saindo de US\$ 8,8 bilhões em 2003 para US\$ 25,1 bilhões em 2018, depois de ter atingido um pico de US\$ 74 bilhões em 2014.

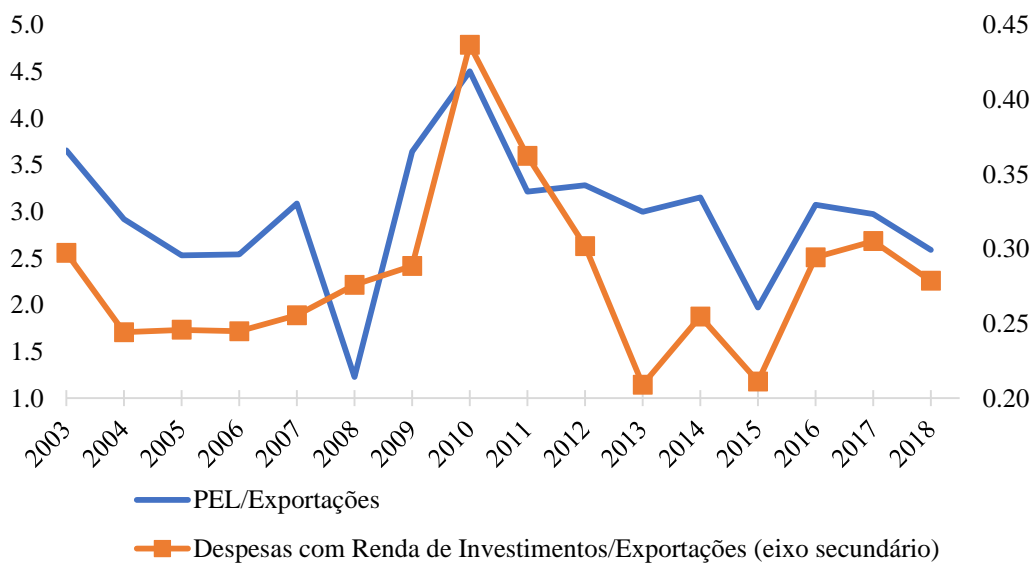
A demanda por moeda estrangeira aumentou progressivamente desde 2005, puxada pelas importações e saídas de IEC. Observa-se que o crescimento das saídas de capitais associadas aos IEC foi muito superior ao crescimento das saídas associadas aos IED, mesmo com o estoque de IED sendo superior aos IEC, refletindo o caráter mais estável dos investimentos diretos e a alta volatilidade dos investimentos em carteira. Essa característica desses investimentos ficou evidente em momentos de crises, tal como

ocorrida em 2008 com a crise financeira mundial, e nos anos pós-2013, com a crise econômica e política brasileira.

Apesar de o indicador reduzir ligeiramente a partir de 2015, sinalizando que a capacidade das exportações cobrirem a demanda por moeda estrangeira da economia brasileira melhorou, verifica-se que, desde 2016, o indicador oscila entre valores elevados (3 e 3,5). Ou seja, desde 2016, a demanda total por moeda estrangeira tem sido de 3 a 3,5 vezes superior ao valor das exportações brasileiras, o que evidencia a baixa capacidade de gerar divisas da economia brasileira, diante da necessidade total por moeda estrangeira decorrente de atividades operacionais.

O Gráfico 8 mostra a evolução dos indicadores de solvência externa associados à sustentabilidade de acumulação de passivos externos. Observa-se uma deterioração da solvência externa brasileira entre 2005-2010, expressa pelo aumento dos indicadores nesse período. O que explica essa deterioração é o significativo acúmulo de passivos externos nesse período em proporção maior que o crescimento das exportações e da acumulação de reservas. Isso fez, também, que o pagamento de lucros, juros e dividendos aumentassem significativamente no período.

**Gráfico 8 - Indicadores de Solvência Externa, Brasil, Dados Anuais: 2003-2018**



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Os indicadores melhoram a partir de 2010, com a redução do passivo externo líquido em maior magnitude do que a queda das exportações entre 2011 e 2015, e pelo aumento do valor das exportações a partir de 2016. Assim, os indicadores atingem níveis em 2018 próximos aos dos anos anteriores a 2006, ano no qual a acumulação dos passivos externos acelerou. Apesar dessa melhora, desde 2016 o PEL/Exportações oscila

entre valores elevados (entre 2,5 e 3), isto é, o passivo externo líquido é cerca de 2,5 a 3 vezes superior às exportações brasileiras. Esse resultado indica que, em uma situação de fuga de capitais estrangeiros, o país encontraria dificuldades para saldar suas posições passivas em moeda estrangeira utilizando as receitas obtidas pelas exportações, o que demandaria a utilização de reservas.

No que se refere às despesas com rendas de investimentos, o resultado também evidencia a baixa capacidade das exportações brasileiras de gerar recursos que permitam ao país cumprir suas obrigações correntes em moeda estrangeira sem recorrer ao financiamento externo. Isso acontece pois as despesas com renda primária, apesar de consumirem parcela significativa das exportações (cerca de 30% desde 2016), constituem uma fração relativamente pequena da demanda total por moeda estrangeira, conforme observado no Gráfico 7.

## **Considerações Finais**

A trajetória do indicador de liquidez (IFEE), do qual o indicador IFE segue a mesma tendência, sugere que a liquidez externa da economia brasileira melhorou, com significativa redução até 2015. Essa melhora se deve à acumulação de reservas internacionais entre os anos de 2006 e 2012, e que foram mantidas pelo país nos anos subsequentes. Entre os anos de 2011 e 2015, a redução do valor dos IEC foi determinante para a redução da fragilidade. A partir de 2016, a trajetória decrescente do indicador é revertida com a alta do valor das ações.

A trajetória desse índice evidencia forte influência dos fatores patrimoniais para a determinação da vulnerabilidade externa do ponto de vista dos estoques do Brasil. Entre os anos de 2011 e 2015, o valor do estoque de IEC foi reduzido com a desvalorização das ações e com a desvalorização cambial, mesmo ocorrendo influxos de capitais dessa modalidade no período. Mais recentemente, a valorização cambial, ocorrida em 2016, e a valorização das ações, a partir de 2016, aumentaram o valor do estoque de IEC, mesmo ocorrendo saída de capitais dessa modalidade no período. Dessa forma, a valorização das ações foi determinante para a interrupção da trajetória decrescente dos indicadores de fragilidade financeira externa que englobam estoques de passivos externos de curto prazo. Nessa perspectiva, verifica-se que os fatores patrimoniais contribuíram para o aumento da fragilidade financeira externa a partir de 2016, ao contrário do que ocorreu entre os anos de 2011 e 2015, período no qual esses fatores contribuíram para a redução da fragilidade financeira externa do país.

Mesmo com a alta a partir de 2016, em 2018, o IFEE assumiu valores relativamente baixos quando comparados aos anos anteriores, sobretudo aos anos anteriores a 2011. Apesar da redução da fragilidade ao longo do período, constatou-se que o país permanece com elevada proporção de passivos externos de curto prazo sobre reservas internacionais (cerca de 1,5 desde 2016). Dado esse elevado estoque de passivos de curto prazo, o país fica vulnerável às expectativas internacionais, principais responsáveis pela movimentação de capitais de curto prazo. Assim, diante de uma crise



de confiança no país, e consequente fuga de capitais, o equilíbrio no balanço de pagamentos seria dificultado, uma vez que o Brasil não possui reservas suficientes para cobrir esses passivos.

No que se refere aos indicadores associados aos fluxos do BP, verificou-se uma melhora da solvência externa no país, entre os anos de 2003 e 2007, com os superávits em transações correntes, seguida pela deterioração refletida nos déficits em transações correntes ocorridos nos anos pós-2008. Esses déficits evidenciam a baixa capacidade de geração de divisas, por parte das exportações, frente à demanda corrente por moeda estrangeira. Isso fez com que houvesse aumento da demanda por financiamento externo e pressões sobre o passivo externo da economia brasileira.

Apesar de o câmbio apreciado ter estimulado o crescimento das importações de bens e serviços entre os anos de 2003-2014, verificou-se que o saldo comercial brasileiro ao longo do período foi mais influenciado pelas alterações nos preços de *commodities* do que pela taxa de câmbio. Para se ter uma ideia, nos períodos de alta desses preços (2003-2011 e 2016-2018) o saldo comercial melhorou, mas durante os anos de queda dos preços de *commodities* (2012-2015), o saldo comercial reduziu. Sendo assim, a condição de solvência da economia brasileira foi agravada nos momentos de baixa dos preços de *commodities*, uma vez que a demanda total por moeda estrangeira cresceu ao longo de todo o período, puxada pelo crescimento das importações de bens e serviços, saídas de IEC e amortizações. Portanto, tornam-se fundamentais políticas que aumentem a competitividade e estimulem uma diversificação da pauta de exportações brasileiras, possibilitando melhora dos saldos comerciais e menor dependência dos preços de *commodities* para obtenção desses saldos.

Com relação aos passivos externos, foi constatado que o estoque de IED impactou significativamente a fragilidade financeira associada aos fluxos do BP. Isso ocorreu devido ao aumento do pagamento de amortizações dos empréstimos intercompanhia ao longo do período e, também, pelo crescimento da remessa de lucros enviado ao exterior em momentos de instabilidade da economia brasileira, tal como ocorrera na crise de 2008 e na recessão de 2015-2016. No entanto, constatou-se que a demanda por moeda estrangeira, gerada por fuga de capitais, é muito maior quando se trata de IEC, comparativamente aos IED, refletindo a maior estabilidade destes. Além disso, verificou-se que a recessão econômica acentuou a fuga de capitais de curto prazo do país que vinha acontecendo desde 2013.

Nesse sentido, os momentos de incerteza evidenciaram a alta volatilidade dos IEC, tal como foi observado na crise financeira internacional de 2008, e com o baixo desempenho econômico e incerteza política da economia brasileira a partir de 2013. Dado essa alta volatilidade, os IEC constituem um dos principais responsáveis pela fragilidade financeira externa da economia brasileira devido à sua elevada proporção diante das reservas internacionais mantidas pelo país e, também, pela acentuada fuga desses capitais ocorridas em momentos de instabilidade. Esse último ponto deriva do caráter especulativo da demanda por moeda dos países periféricos, fazendo com que as saídas de capitais sejam acentuadas e recorrentes, conforme enfatizado pela literatura a respeito da

hierarquia das moedas (CONTI *et al.*, 2014). Diante dessa alta volatilidade e da vulnerabilidade da economia brasileira às expectativas internacionais, torna-se necessário, além da manutenção das reservas internacionais em níveis adequados, o fortalecimento do controle de capitais de curto prazo do país, que possibilite reduzir o potencial desestabilizador de uma deterioração das expectativas sobre o setor externo da economia brasileira.

## Referências

- AKYÜZ, Y. **The East Asian Financial Crisis: Back to the future?** Ginevra: UNCTAD. ICEI, 1998. Disponível em: <https://www.tni.org/en/article/the-east-asian-financial-crisisback-to-the-future>. Acesso em: 20 mar. 2019.
- AKYÜZ, Y. Managing Financial Instability in Emerging Markets: a Keynesian perspective. **Discussion Paper [Turkish Economic Association]**, Geneva, n. 4, mar. 2008. Disponível em: <http://www.tek.org.tr/files/disc/dt221.pdf>. Aceso em: 20 mar. 2019.
- BAUMANN, R.; CANUTO, O.; GONÇALVES, R. **Economia Internacional: Teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.
- BIANCARELLI, A. **Uma Nova Realidade do Setor Externo Brasileiro, em Meio à Crise Internacional**. Texto para discussão, n. 13, 2012.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; GALA, Paulo. Por que a poupança externa não promove crescimento. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 27, n. 1, p. 3-19, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572007000100001>
- PEREIRA, L. C. B.; NAKANO, Y. Crescimento com Poupança Externa? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 2 (90), abr./jun. p. 3-27. 2003
- PEREIRA, L. C. B.; OREIRO, J. L.; MARCONI, N. **Macroeconomia Desenvolvimentista: teoria e política econômica do novo desenvolvimentismo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.
- CARBAUGH, R. J. **Economia Internacional**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2004.
- CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A Hierarquia Monetária e suas Implicações para as Taxas de Câmbio e de Juros e a Política Econômica dos Países Periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 2, p. 341, 2014.
- CUNHA, A. M.; PRATES, D. M. Instabilidade e Crises: os avanços teóricos e as limitações políticas para o desenvolvimento dos países periféricos. In: FERRAZ, J. C; CROCCO, M; ELIAS, L. A. **Liberalização Econômica e Desenvolvimento: modelos, políticas e restrições**. São Paulo: Futura, 2003.
- DYMSKI, G. A. “Economia de Bolha” e Crise Financeira no Leste Asiático e na

Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. **Economia e Sociedade**, v. 7, n. 2, p. 73-136, 1998.

FERREIRA, D. M.; MATTOS, L. B. Estresses Financeiros na Economia Brasileira Durante o Regime de Metas para Inflação. **Economia e Sociedade**, v. 27, n. 1, p. 233-263, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v27n1art8>

FREITAS, M. C. P., PRATES, D. M. Sistema Financeiro e Desenvolvimento: as restrições das novas regras do Comitê da Basileia sobre os países periféricos. *In*: FERRAZ, J. C.; CROCCO, M.; ELIAS, L. A. E. **Liberalização Econômica e Desenvolvimento**: modelos, políticas e restrições. São Paulo: Futura, 2003.

FRIEDEN, J. A. **Capitalismo Global**: história econômica e política do século XX. Rio de Janeiro: Zahar, 2008.

FRITZ, B.; PAULA, L. F.; PRATES, D. M. Hierarquia de Moedas e Redução da Autonomia de Política Econômica em Economias Periféricas Emergentes: uma análise Keynesiano-estruturalista. *In*: FILHO, F.F.; TERRA, F. H. B. T. (org.). **Keynes**: ensaios sobre os 80 anos da teoria geral. Porto Alegre: Tomo Editorial, 2016. p. 177-202.

GENTIL, D. L.; ARAÚJO, V. L. Dívida Pública e Passivo Externo: onde está a ameaça? **Texto para Discussão, n. 1768**, Rio de Janeiro: IPEA, 2012.

International Monetary Fund (IMF). **Balance of Payments and International Investment Position Manual**. 6th ed. Washington, D.C.: IMF, 2009.

JAYME JR., F. G.; RESENDE, M. F. C. Crescimento Econômico e Restrição Externa: teoria e a experiência brasileira. *In*: MICHEL, R.; CARVALHO, L. M. (org.). **Crescimento Econômico**: setor externo e inflação. 1. ed. Brasília: IPEA, 2009. v. 1. p. 25-45.

KREGEL, J. A. External Financing for Development and International Financial Instability. **G-24 Discussion Paper Series**, Geneva, n. 32, out. 2004.

KREGEL, J. A. Yes, 'It' did Happen Again: a Minsky crisis happened in Asia. **Working Paper**, n. 234, apr. 1998.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. **Economia Internacional**: economia e política. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

LARA, F. M. Comportamento do Passivo Externo Líquido Brasileiro entre 2001 e 2013: o papel dos fatores patrimoniais. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 42, n. 1, p. 9-22, 2014.

MARICHAL, C. **Nova História das Grandes Crises Financeiras**: uma perspectiva global, 1873-2008. Rio de Janeiro: FGV, 2016.

MEDEIROS, C. A.; SERRANO, F. Inserção Externa, Exportações e Crescimento no Brasil. FIORI, José Luís. **Polarização Mundial e Crescimento**. Rio de Janeiro: Vozes, p. 39-75, 2011

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma Economia Instável**. São Paulo: Novo Século, 2010.

MINSKY, H. P. Integração Financeira e Política Monetária. **Economia e Sociedade**, v. 3, n. 1, p. 21-38, 1994.

NASSIF, A. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 35, n. 3, p. 426-443, 2015.

DOI: <https://doi.org/10.1590/0101-31572015v35n03a03>

NOIJE, P. Vulnerabilidade Externa e Composição da Posição Internacional de Investimentos: Brasil 2001-2010. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 34, n. 3, p.471-484, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572014000300007>

OREIRO, J. L. Autonomia de Política Econômica, Fragilidade Externa e Equilíbrio do Balanço de Pagamentos. A Teoria Econômica dos Controles de Capitais. **Economia e Sociedade**, v. 13, n. 2, p. 1-22, dez. 2004.

PAULA, L. F.; JUNIOR, A. J. A. Fragilidade Financeira Externa e os Limites da Política Cambial no Real. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 1, p. 72-93, 1999.

PRATES, D. M.; FRITZ, B.; PAULA, L. F. O Desenvolvimentismo pode ser Culpado pela Crise? Uma Classificação das Políticas Econômica e Social dos Governos do PT ao Governo Temer. **Texto para Discussão [IE/UFRJ]**, Rio de Janeiro, n. 9, abr. 2019.

PRATES, D. M.; FRITZ, B.; PAULA, L. F. Uma Avaliação das Políticas Desenvolvimentistas nos Governos do PT. **Cadernos do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 21, p. 187-215, 2017.

PRATES, D. M.; CINTRA, M. A. Keynes e a Hierarquia de Moedas: possíveis lições para o Brasil. **Texto para Discussão [IE/UNICAMP]**, n. 137, 2007. p. 1-30.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. Ajustes no Balanço de Pagamentos do Brasil Durante a “Grande Reversão”. **Revista de Economia do Centro-Oeste**, v. 2, n. 2, p. 37-54, 2016.

RESENDE, M. F. C.; AMADO, A. M. Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: algumas observações para a América Latina. **Revista de Economia Política**, v. 27, n. 1, p. 41-59, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572007000100003>

RIBEIRO, F. S. **Setor Externo**. Carta de Conjuntura, Brasília, DF, v. 32, jul./set. 2016.

TONVERONACHI, M. Foreign Debt and Financial Fragility in the Perspective of the Emerging Countries. **BNL Quarterly Review**, v. 59, v. 236, p. 23-48, 2006.