



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência
da Informação e Documentação - FACE.
Departamento de Economia

Instabilidade financeira em países em desenvolvimento: uma análise intersetorial.

Jean Toledo de Freitas

Brasília

Março de 2018



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência
da Informação e Documentação - FACE.
Departamento de Economia

Instabilidade financeira em países em desenvolvimento: uma análise intersetorial.

Jean Toledo de Freitas

Tese apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito à obtenção de título de Doutor em Economia.

Orientadora: Adriana Moreira Amado

Brasília

Março de 2018



**Instabilidade financeira em países em desenvolvimento: uma
análise intersetorial**

Brasília, março de 2018.

Orientadora: Profa. Dra. Adriana Moreira Amado – FACE/UnB

Profa. Dra. Maria de Lourdes Rollemberg Mollo – FACE/UnB

Dr. Marcos Antônio Macedo Cintra – IPEA

Dr. Saulo Quadro Santiago – IPEA

Suplente: Profa. Dra. Andrea Felipe Cabello – FACE/UnB

Ao Eduardo.

AGRADECIMENTOS

A elaboração de uma tese de doutorado, mais que o esforço individual, depende de um conjunto de contribuições e de um ambiente que facilitem o surgimento das ideias e auxiliem que as horas de estudo se direcionem a algo que seja no final produtivo e possa gerar insumos para novos trabalhos e pesquisas.

Em primeiro lugar, meus agradecimentos ao Banco Central do Brasil e seu programa de pós-graduação (PPG), por meio da possibilidade de dedicação integral ao curso de doutorado.

À professora Adriana Amado, que aceitou me orientar, contribuindo de modo generoso e objetivo com sugestões sobre meu trabalho. Sua leitura das versões preliminares dos capítulos foi essencial para corrigir erros de percurso, clarificar minhas ideias e para a definição do escopo do trabalho.

À professora Maria de Lourdes Mollo, por seu estilo claro de exposição na disciplina de economia política, e por seus comentários no exame de qualificação e na defesa da tese. Suas observações foram importantes para a definição de rumos nos últimos capítulos.

À professora Andrea Cabello por seus comentários no exame de qualificação, essenciais para a clarificação de aspectos metodológicos.

Ao Marcos Antonio Cintra, cuja colaboração e conselhos têm sido relevantes desde meus tempos de mestrado. Adicionalmente, por seus comentários na banca de defesa e por sua postura sempre construtiva e solícita.

Ao Saulo Santiago, pelos comentários e observações na banca de defesa. Sua colaboração foi fundamental para a melhor definição de conceitos e argumentações.

Ao professor Jales Dantas, por ter permitido minha participação como ouvinte em sua disciplina de economia da América Latina e por comentários importantes para o desenvolvimento de minha tese.

Aos professores e colegas da área de economia política do Departamento de Economia da UnB. A possibilidade de participar de um grupo coeso e a postura colaborativa e cordial dos professores foi elemento facilitador ao aproveitamento do curso.

Aos meus pais, alicerces de minha formação, cujo apoio para o alcance de meus objetivos sempre foi fundamental.

Por último, o mais importante. À Nadi, pelo companheirismo de vida, pela presença marcante em todas as ocasiões. Ao Eduardo, fonte maior de inspiração e por seu sorriso espontâneo e verdadeiro. Os momentos em família tornaram essa jornada mais leve e feliz, a despeito das horas de sono perdidas e dos momentos de dúvida e incerteza.

RESUMO

Nas últimas duas décadas, os principais países em desenvolvimento têm apresentado melhora de indicadores de estabilidade externa e de percepção de riscos em relação a períodos anteriores. Este ponto aparentemente contraria os fatos estilizados e a literatura sobre a vulnerabilidade ampliada a crises financeiras por parte deste grupo de economias.

Este trabalho, partindo da investigação de condições gerais de estabilidade financeira para Brasil, Chile e Colômbia, procura avaliar até que ponto melhoras observadas ao longo deste período estão relacionadas a avanços estruturais das economias ou a uma condição excepcional e conjuntural favorável. O objetivo é avaliar condições de estabilidade financeira neste grupo de países desde o início da década de 2000, partindo de um enfoque predominantemente pós-keynesiano e estruturalista.

Há a compreensão de que as crises financeiras são resultantes de processos endógenos aos próprios períodos de crescimento, nos moldes discutidos por Minsky (1986). Adicionalmente, os países em desenvolvimento possuem especificidades ligadas à sua inserção na economia global, dos pontos de vista produtivo e financeiro, que aumentam sua suscetibilidade a processos de instabilidade e criam dependência de seus ciclos econômicos a eventos nos países avançados. Do ponto de vista dos setores domésticos, há fatores que estimulam que seu grau de alavancagem e exposição ao risco se desenvolvam de modo procíclico, a despeito de objetivos de atuação diferenciados.

A análise dos fluxos de comércio e financeiros, e das necessidades de financiamento setoriais no período em análise evidencia que, embora tenha havido melhoras substantivas nas condições gerais de estabilidade externa, persistem vulnerabilidades estruturais resultantes do caráter especializado de sua estrutura produtiva, do comportamento procíclico dos fluxos de capital externo e de fragilidades acumuladas nos setores domésticos. Estes fatores apontam a necessidade de mecanismos prudenciais além das ferramentas tradicionais de regulação microeconômica e de gestão macroeconômica doméstica.

Palavras-chave: América Latina; Instabilidade financeira; Pós-keynesianismo; Estruturalismo; Macroeconomia; Economia internacional.

ABSTRACT

In the last two decades, there has been an improvement in financial stability indicators and risk perception in the major developing countries in comparison to previous periods. This stylized fact apparently contradicts the former experience and economic literature, which asserts an amplified vulnerability to financial crises in those regions.

This document, based on the investigation of general conditions of financial stability for Brazil, Chile and Colombia, assesses the extent to which improvements observed throughout this period are related to structural advances of economies or to an exceptional condition and favorable juncture. The objective is to assess conditions of financial stability in this group of countries from the beginning of the 2000 decade, inspired predominantly on post-Keynesian and structuralist approaches.

There is an understanding that financial crises are an endogenous consequence of processes that take place during the economic expansion periods, as discussed by Minsky (1986). Additionally, developing countries have specificities related to their insertion into the global economy, from the productive and financial perspectives, which increase their susceptibility to instability processes, turning their economic cycles dependent on events in advanced economies. From the standpoint of the domestic sectors, there are factors that influence their degree of leverage and risk exposure to behave in a procyclical manner, regardless of different objectives.

The analysis of trade and financial flows, and sector financing needs in the recent period shows that, although substantive improvements in the general conditions of external stability, there is the persistence of structural vulnerabilities resulting from the specialized character of their productive structure, from the procyclical behavior of external capital flows and accumulated weaknesses in the domestic sectors. These factors make clear the need for prudential mechanisms beyond the traditional tools of microeconomic regulation and domestic macroeconomic management.

Keywords: Latin America; Financial instability; Post-keynesianism; Structuralism; Macroeconomics; International economics.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
1. INSTABILIDADE FINANCEIRA NA VISÃO PÓS-KEYNESIANA	9
1.1. INTRODUÇÃO	9
1.2. KEYNES E INSTABILIDADE INTRÍNSECA	11
1.2.1. Moeda e liquidez.....	16
1.3. ATIVIDADE BANCÁRIA: DINAMISMO E INSTABILIDADE	19
1.4. HIPÓTESE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY.....	25
1.5. CONCLUSÃO	33
2. PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO: RESTRIÇÃO EXTERNA E CICLOS FINANCEIROS.....	37
2.1. INTRODUÇÃO.....	37
2.2. ESTRUTURALISMO.....	39
2.3. LEI DE THIRLWALL E RESTRIÇÕES DE BALANÇO DE PAGAMENTOS.....	45
2.3.1. Modelo de Thirlwall (1979).....	46
2.3.2. Thirlwall e Hussain (1982).....	49
2.3.3. Moreno-Brid (1999).....	51
2.3.4. Moreno-Brid (2003).....	53
2.3.5. Barbosa-Filho (2001).....	53
2.3.6. Comentários finais.....	55
2.4. TRANSFORMAÇÕES ECONÔMICAS E INSTABILIDADE FINANCEIRA	59
2.4.1. Transformações financeiras e financeirização.....	59
2.4.2. Financeirização e instabilidade financeira	62
2.5. SISTEMAS MONETÁRIOS E FINANCEIROS INTERNACIONAIS	68
2.6. CONCLUSÃO	78
3. INSTABILIDADE FINANCEIRA E ECONOMIAS ABERTAS: ANÁLISE INTERSETORIAL.....	82
3.1. INTRODUÇÃO	82
3.2. MODELO DE FOLEY (2000).....	83
3.3. ANÁLISE DE FLUXOS E SALDOS	89
3.3.1. Famílias	93
3.3.2. Firms.....	94
3.3.3. Bancos	99
3.3.4. Governo e banco central.....	105
3.3.5. Análise consolidada.....	117
3.4. CONCLUSÃO	122

4. ANÁLISE DO CENÁRIO RECENTE E CONDIÇÕES DE ESTABILIDADE NOS PEDs.....	126
4.1. INTRODUÇÃO	126
4.2. COMÉRCIO GLOBAL: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS E PADRÃO CENTRO-PERIFERIA.....	128
4.3. FATOS ESTILIZADOS SOBRE O CICLO DE CRESCIMENTO GLOBAL NA PRIMEIRA DÉCADA DO SÉCULO XXI.....	136
4.3.1. Crescimento dos EUA e desequilíbrios globais de balanço de pagamentos	139
4.3.2. Expansão do comércio global: diferentes ritmos de dinamismo.	143
4.4. CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E RECUPERAÇÃO	149
4.5. BRASIL, CHILE E COLÔMBIA.	153
4.5.1. Comércio global: inserção e evolução no período recente	153
4.5.2. Liquidez global e fluxos de capitais	159
4.5.3. Necessidades de financiamento dos principais setores.	182
4.6. CONCLUSÃO	231
5. CONCLUSÃO	236
BIBLIOGRAFIA	244

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Ativos financeiros totais das Instituições financeiras dos EUA.....	61
Gráfico 2: Evolução dos ativos do Federal Reserve.....	66
Gráfico 3: Emissões brutas de títulos de dívida, agrupadas por grupos de países.	72
Gráfico 4: Evolução das reservas internacionais de PEDs entre 1996 e 2015.	76
Gráfico 5: <i>Spread</i> de títulos públicos de longo prazo de países emergentes (EMBI) <i>versus</i> volatilidade do mercado de ações dos EUA (VIX)	99
Gráfico 6: Ativos externos de bancos internacionalmente ativos, por destino de recursos, <i>versus</i> VIX.....	104
Gráfico 7: Comércio intra-indústria e renda <i>per capita</i> : países selecionados.	131
Gráfico 8: Exportações de produtos básicos e renda <i>per capita</i> : países selecionados.	131
Figura 1: Curva “sorriso”: Intensidade de valor agregado de produtos manufaturados por estágio do produto.	133
Gráfico 9: Valor agregado sobre exportações totais de bens e serviços. Participação por setor e renda <i>per capita</i> . Países selecionados.	134
Gráfico 10: Estimativa de risco-país para países emergentes (EMBI+ <i>spread</i>).....	137
Gráfico 11: Fluxos de capital para os PEDs.	138
Gráfico 12: Evolução do volume de comércio global de bens e serviços.	138
Gráfico 13: Desequilíbrios globais: saldo de conta-corrente de regiões do globo ponderadas pelo PIB global.....	139
Gráfico 14: EUA: Saldos do setor público e privado, e <i>deficit</i> externo.	140
Gráfico 15: <i>Deficit</i> comercial dos EUA (bens). Evolução por principais parceiros.....	141
Gráfico 16: <i>Deficit</i> comercial dos EUA (bens). Evolução por densidade tecnológica de produtos	141
Gráfico 17: EUA: Conta financeira por modalidades de fluxos de capital.	143
Gráfico 18: Variação das exportações globais no período recente, por categoria de produtos. Em pontos percentuais.....	144
Gráficos 19a e 19b: Exportações por regiões, em percentual do PIB	145
Gráficos 20a e 20b: Importações por regiões, em percentual do PIB.	145
Gráfico 21: Saldos comerciais regionais, por densidade tecnológica dos bens.....	146
Gráfico 22a: PIB de China e Índia ¹ . (Em % do PIB global e em % ao ano).....	149
Gráfico 22b: Grãos agrícolas. Evolução do consumo ³ e preços internacionais ²	149
Gráfico 22c: Energia. Evolução do consumo ³ e preços internacionais ²	149
Gráfico 22d: Metais. Evolução do consumo e preços internacionais ²	149
Gráfico 23: Ativos totais de bancos centrais selecionados.....	150
Gráfico 24: Taxas de juros: países selecionados.	150

Gráfico 25: EUA: Balanço do Federal Reserve, reservas bancárias voluntárias e ativos bancários no exterior.	151
Gráfico 26: Volume de comércio e termos de troca do Brasil.	158
Gráfico 27: Evolução do balanço comercial do Brasil.	158
Gráfico 28: Volume de comércio e termos de troca do Chile.	158
Gráfico 29: Evolução do balanço comercial do Chile.	158
Gráfico 30: Volume de comércio e termos de troca da Colômbia	158
Gráfico 31: Evolução do balanço comercial da Colômbia.	158
Gráfico 32: Liquidez externa e ingressos de capital no Brasil, Chile e Colômbia, em percentuais do PIB.	160
Gráfico 33: Aversão a riscos do sistema financeiro dos EUA (VIX) versus variação dos fluxos de capital de Brasil, Colômbia e Chile.	161
Gráfico 34: Variação do PIB anual de Brasil, Chile e Colômbia e variação do nível de liquidez externa.	161
Gráfico 35: <i>Spread</i> de juros de Brasil, Chile e Colômbia de títulos de dívida de longo prazo em relação às Treasuries do EUA (EMBI).	163
Gráfico 36: Taxas de câmbio nominal efetivas de Brasil (NEER), Chile e Colômbia.	164
Gráfico 37: Taxas de câmbio real efetivas de Brasil (REER), Chile e Colômbia.	164
Gráficos 38a, 38b e 38c: Brasil: Ingressos de capital e preços do commodities*.	165
Gráficos 39a, 39b e 39c: Colômbia: Ingressos de capital e preços do commodities*.	165
Gráficos 40a, 40b e 40c: Chile: Ingressos de capital e preços do cobre.	165
Gráfico 41: Balanço de pagamentos do Brasil, por componentes da conta financeira.	166
Gráfico 42: Conta financeira do Brasil, por componente de entrada e saída de capitais.	166
Gráfico 43: Evolução dos fluxos financeiros líquidos*, reservas internacionais e taxa de câmbio no período 1999-2004 (Brasil).	167
Gráfico 44: Evolução dos fluxos financeiros líquidos*, reservas internacionais e taxa de câmbio no período 2007-2009 (Brasil).	169
Gráfico 45: Dívida externa e reservas internacionais do Brasil.	170
Gráfico 46: Emissões brutas de título de dívida do Brasil. Montantes total anual e proporção em moeda estrangeira.	171
Gráfico 47: Volatilidade cambial de países da América Latina selecionados.	172
Gráfico 48: Balanço de pagamentos da Colômbia, por componente da conta financeira	173
Gráfico 49: Conta financeira da Colômbia, por componente de entrada e saída de capitais.	173
Gráfico 50: Dívida externa e reservas internacionais da Colômbia.	174

Gráfico 51: Emissões brutas de título de dívida da Colômbia. Montante total anual e proporção em moeda estrangeira.	175
Gráfico 52: Balanço de pagamentos do Chile, detalhado por componente da conta financeira.	177
Gráfico 53: Conta financeira do Chile, detalhado componente de entrada e saída de capitais.	177
Gráfico 54: Dívida externa e reservas internacionais do Chile.	178
Gráfico 55: Emissões brutas de título de dívida do Chile. Montantes total anual e proporção em moeda estrangeira.	181
Gráfico 56: Brasil - evolução do PIB e contribuição por componentes de gasto.	184
Gráfico 57: Brasil: Capacidade de financiamento da economia, segregada por setores institucionais. Em valores de 2015.	185
Gráfico 58: Brasil: Capacidade financeira das famílias (valores de 2015) e variação do PIB.	186
Gráfico 59: Brasil: Rendimentos brutos e gastos totais das famílias. Taxa de crescimento real anual.	187
Gráfico 60: Brasil: uso e fundos de recursos associados à capacidade de financiamento. Em percentuais da renda disponível.	188
Gráfico 61: Brasil: Estoque de dívida e serviço da dívida das famílias.	189
Gráfico 62: Brasil: capacidade financeira das empresas não financeiras (em valores reais de 2015) <i>versus</i> oscilação percentual do PIB.	189
Gráfico 63: Brasil: Poupança bruta e gastos de capital das empresas não financeiras (em valores de 2015).	190
Gráfico 64: Brasil: Variação percentual real da poupança bruta e dos gastos de capital das empresas não financeiras.	190
Gráfico 65: Brasil: Capacidade de financiamento das empresas não financeiras: fundos e usos de recursos, em valores de 2015.	191
Gráfico 66: Endividamento das empresas não financeiras do Brasil. Em valores de 2015 e em percentual do PIB.	192
Gráfico 67: Carteira de crédito do sistema bancário do Brasil a pessoas jurídicas. Em percentual do PIB.	192
Gráfico 68: Brasil: capacidade financeira das instituições financeiras (em valores reais de 2015) <i>versus</i> oscilação percentual do PIB.	193
Gráfico 69: Variação anual dos ativos de crédito das instituições financeiras do Brasil <i>versus</i> variação do PIB.	194
Gráfico 70: Variação dos ativos de crédito do sistema financeiro do Brasil (saldos reais), por tipo de controle.	194
Gráfico 71: Brasil – instituições financeiras: usos e fontes de recursos, associados com novas operações de crédito.	195
Gráfico 72: Brasil - saldos fiscais do governo geral, em valores de 2015.	196

Gráfico 73: Brasil - saldos fiscais do governo geral, em % do PIB.	196
Gráfico 74: Capacidade de financiamento anual do governo do Brasil, em valores de 2015, e variação do PIB.....	196
Gráfico 75: Receitas* e gastos primários** do governo geral, em % do PIB.....	197
Gráfico 76: Receitas* e gastos primários** do governo geral, em valores de 2015....	197
Gráfico 77: Brasil - serviços de juros líquidos e taxa de juros de curto prazo.....	200
Gráfico 78: <i>Deficit</i> do setor público, evidenciação de usos e fundos de recursos.....	200
Gráfico 79: Brasil - passivos de dívida do governo, de acordo com sistema de contas nacionais.....	201
Gráfico 80: Brasil - dívida bruta do governo, conforme dados do Banco Central do Brasil.....	201
Gráfico 81: Colômbia: Evolução do PIB e contribuição por componentes de gasto*.	203
Gráfico 82: Colômbia: Capacidade de financiamento da economia, segregada por setores institucionais. Em valores de 2015.....	203
Gráfico 83: Colômbia: Capacidade financeira das famílias (valores de 2015) e variação do PIB.....	204
Gráfico 84: Colômbia: Rendimentos brutos e gastos totais das famílias. Taxa de crescimento real anual.....	204
Gráfico 85: Capacidade de financiamento das famílias da Colômbia e contribuição de componentes de fontes e usos.....	205
Gráfico 86: Colômbia – passivos de dívida das famílias.....	206
Gráfico 87: Colômbia – comprometimento financeiro das famílias.....	206
Gráfico 88: Colômbia: Capacidade financeira das empresas financeiras (valores de 2015) e variação do PIB.....	207
Gráfico 90: Colômbia - Passivos de crédito das empresas não financeiras. Variação anual real.....	209
Gráfico 91: Endividamento das empresas não financeiras da Colômbia, em moeda nacional e em moeda estrangeira.....	210
Gráfico 92: Colômbia: Capacidade financeira das empresas financeiras (valores de 2015) e variação do PIB.....	210
Gráfico 93: Concessões de crédito pelo sistema financeiro da Colômbia <i>versus</i> variação do PIB.....	211
Gráfico 94: Colômbia– instituições financeiras: usos e fontes de recursos, associados com novas operações de crédito.....	212
Gráfico 95: Colômbia: capacidade financeira do governo geral (em valores reais de 2015) <i>versus</i> oscilação percentual do PIB.....	212
Gráfico 96: Colômbia: Receitas* e gastos primários** do governo geral, em % do PIB.....	213

Gráfico 97: Colômbia: Receitas* e gastos primários** do governo geral, em valores de 2015	213
Gráfico 98: Colômbia- serviços de juros líquidos e taxa de juros de curto prazo.	215
Gráfico 99: Colômbia - passivos de dívida do governo	216
Gráfico 100: Chile - Evolução do PIB e contribuição por componentes de gasto.	217
Gráfico 101: Chile: Capacidade de financiamento da economia, segregada por setores institucionais. Em valores de 2016.	218
Gráfico 102: Capacidade de financiamento das famílias em valores de 2016 <i>vis-à-vis</i> variação anual do PIB do Chile.	219
Gráfico 103: Variação anual real da renda disponível e dos gastos totais das famílias do Chile.	220
Gráfico 104: Chile: Usos e fundos de recursos associados com a capacidade financeira das famílias	221
Gráfico 105: Variação dos gastos totais das famílias e contribuição de componentes de usos e fundos	221
Gráfico 106: Estoque de passivos de crédito das famílias, variação real.	221
Gráfico 107: Chile - capacidade de financiamento das empresas não financeiras, em valores de 2016, <i>vis-à-vis</i> variação do PIB.....	222
Gráfico 108: Chile: Poupança bruta e gastos de capital das empresas não financeiras (em valores de 2016)	223
Gráfico 109: Chile: Usos e fundos de recursos associados com os gastos de capital das empresas não financeiras.	224
Gráfico 110: Empresas não financeiras do Chile: Variação real dos passivos de crédito (em % ao ano).....	225
Gráfico 111: Exposição cambial das empresas não financeiras do Chile.	225
Gráfico 112: capacidade de financiamento do sistema financeiro chileno, em valores de 2016, versus taxa de crescimento econômico.....	226
Gráfico 113: Chile – instituições financeiras: usos e fontes de recursos, associados com novas operações de crédito.	227
Gráfico 114: Desempenho fiscal do governo do Chile, em CLP trilhões, em valores de 2016, versus variação anual do PIB	227
Gráfico 115: Receitas* e gastos primários** do governo geral, em % do PIB.....	228
Gráfico 116: Receitas* e gastos primários** do governo geral, em valores de 2015..	228
Gráfico 117: Saldo fiscal do governo central do Chile efetivo e saldo estrutural ajustado. Em % do PIB	229
Gráfico 118: Chile - Ativos e passivos do governo geral. Em percentual do PIB.	230

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Volatilidade cambial das principais moedas dos países avançados em relação ao dólar, por períodos (em percentual anual).	60
Tabela 2: Mercado de divisas: evolução do <i>ranking</i> entre moedas de transações	73
Em % do total	73
Tabela 3: Estimativa de ingressos de capitais externos, Média 2002-2015	74
Tabela 4: Relação entre <i>r</i> , <i>g</i> e <i>i</i> e condições financeiras	85
Tabela 5: Balanço de uma economia aberta, desagregado por setores.....	90
Tabela 6: Fluxos intersetoriais de uma economia aberta.....	91
Tabela 7: Estimativa do comércio intra-indústria para 26 países selecionados.	130
Tabela 8: Evolução do PIB por principais grupos de países.	137
Tabela 9: Bens de alta densidade tecnológica. Principais fluxos de comércio por regiões do globo. Em percentual do total.....	147
Tabela 10: Bens de média densidade tecnológica. Principais fluxos de comércio por regiões do globo. Em percentual do total.	147
Tabela 11: Bens de baixa densidade tecnológica. Principais fluxos de comércio por regiões do globo. Em percentual do total.	148
Tabela 12: Bens primários: Principais fluxos de comércio por regiões do globo. Em percentual do total.	148
Tabela 13: Países avançados selecionados: comparativo de desempenho fiscal.....	150
Tabela 15: Brasil, Chile e Colômbia: pauta das exportações e importações por grau de sofisticação de bens	155
Tabela 16: Evolução do comércio de Brasil, Chile e Colômbia por principais parceiros	156
Tabela 17: Brasil, Chile e Colômbia: Comércio bilateral com a China, por grau de sofisticação de bens. Em percentual do total.....	157

INTRODUÇÃO

O cenário econômico no início do século XXI tem sido frutífero para o estudo do funcionamento do sistema econômico e sobre as crises financeiras. Num intervalo inferior a 20 anos, foi possível acompanhar o forte ciclo de crescimento da economia mundial até meados de 2008, seguido pela crise financeira mais relevante desde 1929 e um longo período de recuperação que, passados nove anos desde o auge da fase mais aguda de retração cíclica, ainda não pode ser considerado completo e possui inúmeros pontos de incerteza em relação à sua capacidade de manutenção.

No caso dos países em desenvolvimento (PEDs), o cenário também apresenta pontos interessantes de análise. Houve melhora de suas condições de estabilidade externa e de percepção de riscos, favorecidas por um contexto de elevado crescimento até a crise financeira internacional de 2008. Adicionalmente, a despeito de efeitos drásticos da crise financeira, de modo geral, houve rápida capacidade de reação por parte significativa dos países, em meio a uma situação de alternância de baixo crescimento e recessão nos países avançados, combinada com episódios de acirramento de suas condições de vulnerabilidade (IMF, 2012a).

Este cenário desafia o geralmente exposto pela literatura econômica e os fatos estilizados ao longo do século 20, a respeito da fragilidade acentuada a crises por parte dos PEDs (Griffith-Jones, Kregel e Ocampo, 2007; Aglietta, 2004, Eichengreen et alli, 2002; Reinhart et alli, 2003; Kaminsky, Reinhart e Végh, 2005). As experiências nas décadas de 1980, com a crise da dívida dos países em desenvolvimento, e de 1990, num contexto de desregulamentação financeira, são exemplos interessantes neste sentido (Gourinchas e Obstfeld, 2011).

Um questionamento pertinente neste contexto é até que ponto as mudanças ocorridas nos PEDs nas duas primeiras décadas do século 21 são fruto de mudanças permanentes, associadas a um novo cenário econômico e avanços estruturais, ou até que ponto podem ser relacionadas a um episódio favorável conjuntural e temporário. Outra pergunta associada, diz respeito à natureza dos riscos ainda remanescentes a este grupo de países.

Dentro de uma perspectiva ortodoxa, que possui como referência uma visão de equilíbrio como tendência natural das economias, cujos desvios podem ser atribuídos a fatores exógenos e temporários, o problema associado a eventos de instabilidade pode

ser considerado um elemento exótico, ou *nonsense*, como discutido por Minsky (1986). Como argumentado por Taylor (2001), as crises financeiras nestes arcaouços geralmente são explicadas como resultado de erros de condução por parte dos governos ou falhas de mercado que conduzem à acentuação de assimetrias de informação, causando uma resposta previdente e avessa a riscos por parte do setor privado.

Diferentemente, o questionamento sobre os motivos que levam a situações de instabilidade é ponto central na obra de Keynes, que refuta de modo veemente a noção de equilíbrio da teoria tradicional.

Dois pontos essenciais da teoria keynesiana são o papel exercido pela moeda e a condição de incerteza sobre o futuro nas relações econômicas. Numa economia empresarial, há a compreensão de um sistema econômico no qual, o que move os produtores não é o desejo imanente de satisfazer suas necessidades de consumo, por meio da troca entre valores de uso das mercadorias produzidas e as objeto de seu desejo. O que importa é a geração de lucros, na forma monetária, por meio da venda de suas mercadorias produzidas por um montante adicional ao empregado na produção. O lapso temporal entre as decisões de contratação dos fatores de produção (inclusive o trabalho), em dinheiro, e a venda das mercadorias, contribui para que dentro de um horizonte de incerteza em relação ao valor futuro dos diversos bens e ativos, a moeda seja objeto de desejo, à medida que mantém seu valor de troca entre dois períodos e serve como meio de transporte de poder de compra.

Neste ambiente, os investimentos são elementos fundamentais de explicação das oscilações da renda. Sua realização depende das expectativas dos empresários quanto ao fluxo das receitas futuras provenientes do capital empregado nos ativos de capital ao longo de sua vida útil. Esta decisão é fundamentalmente subjetiva, baseada em fatores convencionais, que levam em conta preponderantemente a situação passada e a opinião média (Mollo, 1988). Neste sentido, há um fator importante de cumulatividade das decisões, em que as decisões presentes são alimentadas pelo sucesso ou fracasso das decisões anteriores.

Partindo do referencial keynesiano, a contribuição de Minsky (1975, 1986) é fundamental para a compreensão das crises financeiras. O autor observa uma característica eminentemente instável por parte da economia capitalista, que resulta de aspectos endógenos à evolução dinâmica das estruturas financeiras das unidades

econômicas durante os períodos de crescimento. Parte de um ambiente em que, movidos por expectativas de lucros e dentro de um ambiente convencional de expectativas, os empresários demandam ativos de capital, adotando posições alavancadas se preciso, com vistas a auferir lucros, num ambiente altamente competitivo. Os agentes privados, credores e devedores, atuam no mesmo ambiente de expectativas, adotando de modo constante decisões arriscadas, cujo sucesso ou fracasso não pode ser conhecido *ex ante*.

As crises são percebidas como decorrência de um processo evolutivo, em que as estruturas financeiras se modificam ao longo do tempo, guiadas pelos resultados correntes, e pelas expectativas de lucros futuros. Conforme aumenta o endividamento médio da economia, eleva também sua suscetibilidade a variações adversas nas condições financeiras, que comprometem a capacidade dos devedores em honrar seus compromissos e a disposição dos credores em conceder novas operações de crédito.

A extrapolação do referencial minskyano para um contexto de economias abertas e em desenvolvimento requer considerações. Podem ser percebidas especificidades nestes países que os diferenciam dos países avançados, em relação à natureza de seus problemas econômicos e ao modo pelo qual se inserem na economia internacional.

Podem ser destacados dois elementos que se auto-reforçam, tornando os PEDs mais expostos a crises financeiras e que contribuem para que os ciclos nestas economias sejam fortemente influenciados pelos eventos nos países avançados, de modo reflexo, como discutido por Amado e Resende (2007). Estes aspectos derivam eminentemente do modo como se operam as relações entre países avançados e em desenvolvimento.

Em primeiro lugar, podem ser descritas assimetrias relacionadas a diferenças de estruturas produtiva e de consumo, como argumentado por autores estruturalistas, como Prebisch (1949) e Furtado (1961). Prebisch (1949) percebe nas relações de troca entre os países periféricos, produtores de matérias-primas, e centrais, industrializados, uma relação desigual, em que o primeiro grupo possui menor capacidade de geração e de retenção dos frutos do progresso técnico, conformando a perpetuação de uma condição subdesenvolvida, e ocasionando desequilíbrios periódicos de balanços de pagamentos. A capacidade de crescimento dos países periféricos é fortemente dependente da dinâmica externa, assim como sua capacidade de obtenção de divisas e de importar. Nos termos da taxonomia de Minsky (1986), a geração de posições recorrentemente

deficitárias em conta-corrente contribui para posturas financeiras especulativas, gerando a dependência por fontes externas de financiamento.

Este diagnóstico é convergente com os resultados dos modelos keynesianos de crescimento com restrição de balanços de pagamentos, como Thirlwall (1979) e aprimoramentos subsequentes (Thirlwall e Hussain, 1982; Moreno-Brid, 2009; Barbosa-Filho, 2001), que identificam um nível mais elevado de restrições de crescimento a países exportadores de bens com baixa elasticidade-renda, que geralmente se associam a matérias-primas e bens da indústria de baixo teor tecnológico.

O aperfeiçoamento da visão estruturalista, a partir do final da década de 1980, pelo chamado neoestruturalismo, mantém o diagnóstico associado à especialização produtiva em setores de baixa densidade tecnológica como fator perpetuador do subdesenvolvimento e causador de instabilidades periódicas. Como discutido por Ffrench-Davis (1988) e Fainzylber (1993), há uma conciliação entre a ênfase em políticas de desenvolvimento, com vistas à geração de fontes endógenas de progresso técnico, com elementos de gestão macroeconômica, num contexto de crescente liberalização comercial e financeira.

Em segundo lugar, podem ser percebidas especificidades relacionadas às condições de financiamento, relacionadas a assimetrias nos sistemas monetário e financeiro internacionais (Prates, 2004; Griffith-Jones, Kregel e Ocampo, 2007). Esta característica contribui para que os fluxos de capital aos PEDs assumam uma característica volátil e procíclica.

A elevada liberdade de capitais e interpenetração entre mercados tornam menos claras as fronteiras entre diferentes atividades financeiras e entre países, criando maior grau de fluidez e de liquidez dos recursos financeiros, do ponto de vista dos investidores internacionais. Este cenário confere potencialmente rapidez de deslocamento de recursos diante de oscilações do sentimento de aversão a riscos. Os fluxos internacionais de capital não são guiados somente por fatores de demanda, ligados à necessidade de financiamento dos países receptores, mas também por fatores de oferta por parte dos investidores, que buscam maximizar seus ganhos derivados do diferencial de preços e taxas entre países e da diversificação de suas carteiras.

Há a percepção de que o sistema monetário internacional é fortemente hierarquizado, com graus diferenciados de conversibilidade externa (Braga e Cintra,

2004; Tavares, 1985; Tavares e Melin, 1997). As diferentes dimensões dos fluxos comerciais e financeiros entre países contribuem para o maior protagonismo do dólar nas relações internacionais. Ativos denominados em moedas de PEDs são percebidos como especulativos, de modo que os agentes destes países possuem menor capacidade de emissão de instrumentos de dívida internacional em suas próprias moedas (Prates, 2004).

As assimetrias do sistema financeiro internacional se complementam às do sistema monetário. Podem ser constatados graus diferenciados de dimensão e de complexidade entre praças financeiras. Este fato envolve um diferente nível de acesso e de materialidade dos fluxos financeiros entre países (Griffith-Jones, Kregel e Ocampo, 2007). Variações pontuais nos fluxos financeiros de instituições financeiras ativas internacionalmente podem ter impacto significativo sobre as praças de destino, com efeitos sobre a taxa de câmbio, os balanços dos setores residentes e a dinâmica de preços dos ativos domésticos. Outro ponto se relaciona com as estratégias de alocação de recursos por parte das instituições financeiras internacionais, geralmente definidas em suas sedes, localizadas majoritariamente em países avançados, conforme critérios de diversificação de riscos. Períodos de maior liquidez e otimismo favorecem a diversificação e a alocação de ativos para praças consideradas não tradicionais. Já períodos de incerteza exacerbada contribuem para movimentos de fuga para qualidade ou de recomposição de liquidez em suas matrizes, resultando em encolhimento de capitais alocados em PEDs.

Estes fatores, como discutido por Amado e Resende (2007), contribuem para que os ciclos nos PEDs possuam uma natureza reflexa em relação aos ciclos dos países centrais. Sua capacidade de crescimento está intimamente relacionada à capacidade de geração de divisas, influenciada pela demanda externa. Adicionalmente, sua capacidade de financiamento depende da disponibilidade dos fluxos de capitais externos, fortemente associada aos ciclos de liquidez dos países avançados.

Como discutido por Godley e Lavoie (2007), um aspecto importante da teoria pós-keynesiana é a compreensão das relações econômicas entre os setores e a forma como suas relações financeiras evoluem e condicionam os comportamentos. Neste sentido, é fundamental o entendimento dos fatores que influenciam as relações de débito e crédito entre as unidades econômicas e as consequências sobre a estrutura financeira e o nível de dinamismo das economias.

Numa economia aberta, podem ser considerados elementos que amplificam a complexidade das relações econômicas em relação à análise de uma economia fechada, nos moldes narrados por Minsky (1986). Há, fatores adicionais, que condicionam a alocação de ativos, o nível de endividamento e os comprometimentos dos setores econômicos, assim como a capacidade dos governos atuarem como agentes de amortecimento anticíclico.

Podem, grosso modo, ser definidos objetivos diferenciados para os principais setores de uma economia. De um lado, os setores privados, financeiro e não financeiro, são guiados por objetivos de maximização de lucros, em um ambiente de intensa competição. A adoção de posições arriscadas é natural e intrínseca à sua atividade, na busca por lucros extraordinários, numa acepção tipicamente *schumpeteriana* (Freitas, 1997; Minsky, 1986). A alavancagem de posições é elemento que faz parte das estratégias ligadas a suas finalidades, com consequências sobre os montantes de comprometimentos financeiros futuros e sobre sua vulnerabilidade.

Já o governo, numa visão keynesiana, tem sua ação voltada principalmente à suavização dos ciclos, buscando maximizar os níveis de produto e emprego. Nos períodos de tranquilidade, é importante sua ação regulatória, com a intenção de evitar a conformação de vulnerabilidades associadas à euforia especulativa por parte dos agentes privados. Nos períodos de retração, contribui provendo liquidez aos mercados financeiros (*big bank*) e fontes mínimas de demanda efetiva (*big government*). Há a compreensão de que a manutenção de taxas de crescimento estáveis e sustentadas contribui para a redução da fragilidade dos setores domésticos, inclusive do próprio governo.

Num cenário de expectativas convencionais, podem ser percebidos mecanismos de incentivo que contrariam a ação anticíclica por parte do Estado. A oscilação dos custos de endividamento e a tolerância a riscos por parte dos agentes externos é um fator que atua neste sentido, com maior benevolência nas fases de expansão e rigidez nos períodos de retração. A percepção de que *it can't happen again* é um elemento sempre presente nos períodos de crescimento, gerando pressões para que se ceda aos ímpetos de uma postura procíclica.

Este ponto, no caso de PEDs, tende a ser acentuado, pela própria natureza dos fluxos de capital, que induzem que os expedientes de política fiscal e monetária tenham

uma dinâmica procíclica, em virtude de seus efeitos potenciais sobre as taxas de câmbio e o acesso a capitais externos (Ocampo, 2011). Há uma perda de margem de manobra por parte do Estado nos períodos de instabilidade. A própria atuação dos organismos multilaterais atua como elemento de reforço desta tendência (Griffith-Jones, Kregel e Ocampo, 2007).

Esta contextualização traz alguns elementos interessantes de questionamento, em relação aos PEDs, com vistas a aperfeiçoar suas condições de estabilidade financeira. Em primeiro lugar, é relevante a compreensão dos limites à ação por parte do Estado nestes países em relação a seus objetivos como agente anticíclico, impostos por um cenário de elevada desregulamentação financeira e assimetrias em relação aos países avançados. Em segundo lugar, pode ser considerado importante o conhecimento sobre a extensão em que as citadas assimetrias estão presentes nas economias e as margens de manobra existentes para sua mitigação ou superação. Em terceiro lugar, quais são as opções disponíveis num contexto mais amplo, em termos do arranjo multilateral, que podem contribuir para mitigar eventos de instabilidade financeira internacional e seus efeitos de contágio.

Tendo estes questionamentos em vista, é relevante a compreensão sobre a dinâmica recente dos PEDs, e as transformações econômicas ocorridas nas últimas décadas.

Com isto, o objetivo desta tese é avaliar o desempenho dos PEDs desde o início da década de 2000, com vistas a identificar fatores que evidenciem até que ponto houve melhora efetiva de suas assimetrias estruturais e até que ponto as transformações recentes são resultado de uma conjuntura cíclica. O foco de análise será sobre os países da América do Sul, tradicionalmente com elevado grau de especialização produtiva e comercial nos setores ligados a matérias-primas e à indústria de baixo conteúdo tecnológico. Serão utilizados como estudos de caso as trajetórias recentes de Brasil, Colômbia e Chile.

Não é o escopo deste trabalho uma análise profunda das políticas macroeconômicas adotadas pelos países ou de sua dinâmica conjuntural, o que demandaria outro tipo de esforço. A intenção é traçar fatos estilizados que permitam ter evidências de como os setores se comportam ao longo dos ciclos e possíveis espaços e desafios de política macroeconômica, por meio da contextualização do desempenho

recente destas economias, em termos de sua dinâmica comercial, de balanços de pagamentos e em relação à necessidade financeira dos principais setores econômicos.

A escolha por estes três países, de modo geral se deve a similaridades no período recente, em relação à relevância regional, níveis de renda *per capita*, dependência de recursos naturais, grau de integração financeira internacional, além de disponibilidade de dados, reconhecendo, porém, que existem divergências de tamanho e de complexidade que não são desprezíveis. Países como Argentina e Venezuela, que atravessaram vicissitudes políticas e econômicas no período foram excluídos da análise, face à forte influência de fatores intrínsecos. Da mesma forma, a avaliação não incluiu um escopo regional mais amplo, incluindo, por exemplo, o México, em virtude da característica particular deste país como membro do NAFTA, gerando um grau de interligação comercial com os países da América do Norte diferenciado em relação aos países em análise.

O trabalho está estruturado da seguinte forma, além desta introdução. O primeiro capítulo aborda uma visão geral sobre o conceito de instabilidade financeira, numa abordagem pós-keynesiana, por meio principalmente das contribuições de Keynes (1936) e Minsky (1975, 1986). O segundo capítulo comenta aspectos específicos que influenciam a estabilidade financeira em PEDs, nos aspectos comercial e financeiro, partindo de um referencial de inspiração estruturalista e pós-keynesiana. O terceiro capítulo faz uma avaliação sobre os condicionantes de instabilidade financeira em economias abertas, tendo como foco economias em desenvolvimento, por meio da análise estilizada de suas principais transações e saldos intersetoriais, e desdobramentos sobre a dinâmica de incentivos sobre os setores. O quarto capítulo faz uma análise sobre o cenário econômico desde o início do século XXI, buscando analisar principais elementos condicionantes do desempenho da economia mundial, a evolução dos fluxos de comércio global, fatos estilizados sobre o desempenho dos PEDs, e uma análise sobre os desempenhos e a condição de estabilidade financeira de Brasil, Chile e Colômbia.

1. INSTABILIDADE FINANCEIRA NA VISÃO PÓS-KEYNESIANA

1.1. INTRODUÇÃO

Passados nove anos do auge da crise financeira de 2008, seus efeitos ainda se fazem presentes na economia mundial. Após forte queda nos níveis de produto e de comércio global, persistem dificuldades de recuperação das principais economias avançadas, a despeito das fortes ações fiscais e financeiras empreendidas pelos governos ao longo deste período.

Não deixa de ser intrigante que apesar dos efeitos devastadores de episódios de fragilidade financeira sobre as economias, sua abordagem por parte da literatura econômica convencional seja marginal, associada em geral a eventos externos às relações econômicas, que desviam a economia de sua trajetória de equilíbrio de longo prazo.

Como discutido por Minsky (1986), as teorias, ao mesmo tempo, podem ser vistas como uma lupa para a compreensão dos problemas específicos, com explicações baseadas num conjunto limitado e bem definido de fenômenos; ou como um tapa-olhos em relação a questões adjacentes, fora de seu escopo de análise. Perguntas fora do referencial teórico, ainda que possam ser relevantes do ponto de vista empírico, são consideradas *nonsense*. A incorporação destes questionamentos é um elemento essencial que contribui para o avanço do conhecimento. Um desafio evolutivo é a busca por manter um campo bem definido de estudo e abarcar inovações que respondam aos problemas considerados relevantes¹.

Do ponto de vista da teoria econômica convencional, a indagação sobre os fatores que condicionam os períodos de instabilidade pode ser vista como uma típica questão sem sentido, dentro de um modo de pensamento que majoritariamente prima pela existência de uma tendência natural ao equilíbrio.

¹ “In all disciplines theory plays a double role: it is both a lens and a blinder. As a lens, it focuses the mind upon specified problems, enabling conditional statements to be made about causal relations for a well-defined but limited set of phenomena. But as a blinder, theory narrows the field of vision. Questions that are meaningful in the world are often nonsense questions within a theory. If such nonsense questions are often posed by developments in the world, then the discipline is ripe for a revolution in theory. Such a revolution, however, requires the development of new instruments of thought. This is a difficult intellectual process” (Minsky, 1986:109).

A obra de Keynes é fundamental como elemento de contestação da teoria tradicional. Sua base está assentada na negação da suposta naturalidade das condições de pleno emprego e de estabilidade das condições econômicas. Para Keynes (1936, 1937), a incapacidade de determinação do futuro em bases probabilísticas, num universo sujeito à incerteza, leva os agentes a adotarem mecanismos de decisão eminentemente convencionais, baseados no passado recente e no comportamento médio da sociedade, o que periodicamente pode gerar frustrações e quebra das expectativas.

Neste cenário, o valor dos ativos tende a oscilar ao longo do tempo, gerando possibilidade de perdas para seus detentores. A moeda possui uma propriedade especial, associada à liquidez e à capacidade de conservação de riqueza entre períodos. Numa economia empresarial, nos termos colocados por Keynes (1933), o fator que motiva a produção é a disposição de obtenção de lucros monetários. Períodos de acirramento da incerteza justificam a retenção de moeda em detrimento de outros ativos.

O montante dos investimentos para Keynes (1936) é contingencial. Sua viabilidade econômica depende do valor presente líquido esperado por parte dos ativos de capital subjacentes, que por sua vez depende das expectativas de longo prazo em relação aos rendimentos futuros esperados ao longo de sua vida útil, e das expectativas de curto prazo, em relação à taxa de juros da moeda. Variações nos investimentos são elementos fundamentais para a explicação dos níveis de emprego e de renda da economia.

Embora Keynes (1936) apresente a economia capitalista como intrinsecamente cíclica e dedique um capítulo da obra sobre o tema, não desenvolve uma teoria completa sobre os ciclos econômicos. O desenvolvimento deste ponto pode ser atribuído em especial à hipótese de fragilidade financeira, de Minsky (1975, 1986). Minsky (1986) observa uma característica eminentemente instável por parte da economia capitalista, produzida endogenamente pela evolução dinâmica das estruturas financeiras das unidades econômicas durante os períodos de crescimento.

Sua análise parte de um sistema econômico complexo, no qual as relações financeiras entre as diversas unidades econômicas são relevantes, em que o que move a expansão dos investimentos pelas firmas é a busca por lucros extraordinários, em termos monetários, num contexto de acirrada competição entre capitais e de incerteza em relação ao futuro, não redutível a uma análise de risco probabilístico.

Este capítulo busca evidenciar os condicionantes para a conformação de instabilidade financeira de uma economia, partindo do referencial original de Keynes e pós-keynesiano, especialmente de Minsky (1975,1986). Do ponto de vista geral desta tese, busca apresentar uma abordagem teórica geral sobre as crises financeiras, com vistas a servir de base para análises sobre economias abertas e em desenvolvimento nos próximos capítulos. Sua estrutura está disposta como se segue, além desta introdução. A segunda seção comenta principais aspectos da teoria de Keynes em relação ao caráter intrinsecamente instável da economia, enfatizando o papel da incerteza e da moeda. A terceira seção comenta sobre características peculiares da atividade bancária numa perspectiva pós-keynesiana, que conformam uma característica dual entre sua atividade privada e de provedora do bem público associado à moeda bancária. A quarta seção traça elementos essenciais sobre a hipótese de fragilidade financeira de Minsky. A quinta seção conclui o capítulo.

1.2. KEYNES E INSTABILIDADE INTRÍNSECA

Os episódios de crises financeiras são um problema recorrente ao longo da história da economia capitalista, em diferentes locais e realidades institucionais (Kindleberger, 2000). Em geral, os efeitos desses fenômenos tendem a ser destrutivos, prejudicando não somente os níveis de produção vigentes, mas com efeitos sobre as estruturas sociais e de organização das sociedades.

De modo paradoxal, este tema, em geral, é relegado a segundo plano pela teoria econômica tradicional, que assume como pressuposto de seus modelos uma tendência natural ao equilíbrio, no nível de pleno emprego. O desvio dessa trajetória é normalmente atribuído a fatores exógenos, que podem ser corrigidos pelas próprias forças dos mercados, em direção ao ponto original.

A publicação da Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda (Teoria Geral), por John M. Keynes em 1936 (Keynes, 1936), representou uma ruptura no estudo da macroeconomia em relação à teoria convencional então vigente, num período marcado pelos efeitos da Grande Depressão e elevado desemprego nos EUA e na Inglaterra (Blaug, 1997; Snowdown e Vane, 2005). A crítica de Keynes aos “clássicos” e a introdução dos conceitos de demanda efetiva e de preferência pela liquidez representaram um ataque frontal à lei de Say, e conseqüentemente, à perspectiva de tendência natural da economia ao equilíbrio com pleno emprego.

A economia em Keynes (1936) pode ser caracterizada como inerentemente instável, em um contexto marcado pela presença da incerteza e no qual a moeda não é neutra e exerce papel relevante (Minsky, 1986; Carvalho, 1988).

Dois conceitos interligados são essenciais para a construção da teoria keynesiana: demanda efetiva e preferência pela liquidez (Davidson, 2005). O conceito de demanda efetiva desconstrói a relação de dependência da renda em relação à produção dada pela lei de Say. O processo de determinação da renda depende das decisões de gastos, em duas etapas: às decisões de consumo, que tendem a apresentar uma relação relativamente estável com a renda, guiadas por aspectos comportamentais e psicológicos da sociedade; e à alocação da parcela residual da renda entre bens de investimentos e a manutenção de dinheiro em sua forma líquida, cujos parâmetros de definição são menos estáveis e sujeitos a oscilações conforme o ambiente de expectativas (Keynes, 1936; Keynes, 1937a). A propensão à retenção de dinheiro ilustra o grau de “inquietude” vigente. Quanto maior o nível de incerteza a respeito do valor futuro dos bens de investimento, maior a preferência pela liquidez.

Não há, como na versão clássica, uma correspondência entre a parcela não consumida e um gasto futuro determinado, condicionando uma anterioridade da poupança sobre os investimentos. Para Keynes, a decisão de consumir menos no período corrente não possui qualquer implicação em relação aos gastos futuros, significando simplesmente uma redução da renda, mantido tudo mais constante. O conceito de poupança não possui importância analítica determinativa *ex ante*, funcionando como mera identidade contábil. Como comentado por Keynes (1936: 209):

“(um) ato de poupança individual significa – por assim dizer – uma decisão de não jantar hoje, mas não implica, necessariamente, a decisão de jantar ou comprar um par de sapatos daqui a uma semana ou um ano, ou de consumir uma coisa específica numa data especificada. Assim sendo, produz um efeito depressivo sobre as atividades econômicas aplicadas na preparação do jantar de hoje, sem estimular as que prepararam algum ato futuro de consumo.”

Um ponto essencial que ilustra a dissonância da visão de Keynes em relação à teoria clássica, e também em relação aos principais arcabouços ortodoxos contemporâneos, é sua percepção dos motivos que governam a produção na economia capitalista. Como elemento preparatório da Teoria Geral, Keynes (1933) utiliza a definição de economia empresarial, ou economia monetária de produção. Para o autor, o

que move os empresários é a busca de excedente, na forma de moeda. O que confere à moeda uma natureza especial como forma de representação dos lucros é sua caracterização como unidade de denominação de contratos, sobretudo o contrato de trabalho. Há uma assincronia entre a decisão de contratação dos diferentes fatores de produção, anterior à sua utilização, e a venda dos bens produzidos, que se materializa num futuro, de modo incerto. O preço dos diversos bens produzidos na economia está sujeito a uma sorte de contingências que não pode ser prevista com exatidão no momento em que o empresário decide sua produção.

Para Carvalho (1992), a caracterização de uma economia monetária implica que a moeda não pode ser considerada neutra no curto nem no longo prazo. As variáveis monetárias não afetam apenas as decisões de produção e emprego, mas também as formas e o ritmo da acumulação de capital.

Esta visão se contrapõe ao cenário típico da ortodoxia, em que as relações econômicas podem ser caracterizadas pela lógica ricardiana de troca de mercadorias por mercadorias, ou ainda como argumentado por Minsky (1986), como uma feira de aldeia, na qual os empresários organizam sua produção e os trabalhadores vendem sua força de trabalho com vistas à obtenção de valor de troca equivalente em outras mercadorias. O presente e o futuro são mediados dentro de um horizonte de risco calculável, de modo que o papel representado pela moeda é de simples facilitador entre os preços relativos dos bens transacionados, sem qualquer função especial que justifique sua retenção. Esta passagem de Keynes (1933) é ilustrativa:

The distinction which is normally made between a barter economy and a monetary economy depends upon the employment of money as a convenient means of effecting exchanges — as an instrument of great convenience, but transitory and neutral in its effect. It is regarded as a mere link between cloth and wheat, or between the day's labour spent on building the canoe and the day's labour spent on harvesting the crop. It is not supposed to affect the essential nature of the transaction from being, in the minds of those making it, one between real things, or to modify the motives and decisions of the parties to it. Money, that is to say, is employed, but is treated as being in some sense neutral.

That, however, is not the distinction which I have in mind when I say that we lack a monetary theory of production. An economy, which uses money but uses it merely as a neutral link between transactions in real things and real assets and does not allow it to enter into motives and decisions, might be called — for want of a better name — a real-

exchange economy. The theory which I desiderate would deal, in contradistinction to this, with an economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last. And it is this which we ought to mean when we speak of a monetary economy (Keynes, 1933: 408-9).

Um ponto crucial para o conceito de economia monetária de produção é a contextualização do ambiente econômico marcado pela presença de incerteza, que para Keynes (1937), se baseia na incapacidade de conhecimento sobre os parâmetros que governam as condições futuras e de sua projeção por cálculos estatísticos. Como comentado pelo autor:

By “uncertain” knowledge, let me explain, I do not mean merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. The game of roulette is not subject, in this sense, to uncertainty; nor is the prospect of a Victory bond being drawn. Or, again, the expectation of life is only slightly uncertain. Even the weather is only moderately uncertain. The sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention, or the position of private wealth-owners in the social system in 1970. About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know. (Keynes, 1937a: 213-214)

O conceito de incerteza adotado por Keynes (1936; 1937a) não se resume a uma análise de risco probabilístico, a partir de uma lista de eventos futuros possíveis e respectiva distribuição de probabilidades dada de antemão, como usualmente adotado pela teoria econômica ortodoxa.

Como discutido por Davidson (1995), a presença da incerteza contribui para que, na ausência de uma predeterminação do futuro e na incapacidade de realização de previsão acuradas, os eventos econômicos sejam constantemente modificados pelas ações humanas, sendo que a criatividade, as inovações e as interações de comportamentos contribuem para que ocorram mudanças estruturais com elevada frequência.

Os tomadores de decisão possuem um papel ativo sobre a evolução da economia. A inexistência de um equilíbrio perene e predefinido estimula a presença de empreendedores no sentido schumpeteriano, que procuram a todo momento obter lucros extraordinários e posições vantajosas, ainda que temporárias, em relação aos

concorrentes. Os empresários são confrontados com decisões cruciais para seus negócios, cujas consequências não possuem pleno conhecimento ou controle, e que podem ou não ser bem-sucedidas. Não existe um mecanismo automático que defina as ações a serem tomadas, com cálculos de probabilidade em um mundo estocástico (Davidson, 1995).

Os agentes desenvolvem mecanismos de ação convencionais, por meio da busca por reproduzir um cenário de continuidade e estabilidade, como se estivessem num ambiente ergódico. O estado presente é assumido como guia para ao futuro, considerando que possíveis modificações de estado relevante já estão incorporadas aos preços. Adicionalmente, os indivíduos seguem uns aos outros, adotando o padrão de comportamento médio, partindo da noção de que a opinião da maioria tende a ser mais bem informada. A psicologia de uma sociedade de indivíduos, em que o mimetismo é o padrão do comportamento individual contribui para que os julgamentos se procedam de modo eminentemente convencional (Keynes, 1937a:214).

De acordo com Keynes (1936), o caráter convencional do comportamento, em que a opinião média é apresentada como mais bem informada, conduz a um mecanismo de incentivos que desestimula a formulação de opiniões excêntricas, ainda que bem fundamentas. Este elemento é reforçado pelo desenvolvimento dos mercados financeiros organizados. A partir do momento que estes mercados conferem liquidez aos ativos negociados, incentivam um comportamento especulativo, com vistas ao aproveitamento de variações de preços de curto prazo, em detrimento de análises de longo prazo sobre os fluxos de receitas prospectivos, que em geral envolvem custos e requerem análises sujeitas a erros de estimativa. Como comentado por Keynes (1963: 167), em relação ao investidor que se arrisca avaliações profundas e dispendiosas de longo prazo:

(S)e obtém êxito, isso apenas confirmará a crença geral na sua temeridade; se, no final de contas, sofre reverses momentâneos, pouco serão os que dele se compadecerão. A sabedoria universal indica ser melhor para a reputação fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele (Keynes, 1936: 167).

Baseados em convenções e dentro de um horizonte de incerteza, por mais que os modelos de decisão adotados apresentem resultados satisfatórios durante períodos prolongados, de tempos em tempos simplesmente deixam de funcionar. Conforme mencionado por Keynes (1937a:214-5):

“Now a practical theory of the future based on these three principles has certain marked characteristics. In particular, being based on so flimsy a foundation, it is subject to sudden and violent changes. The practice of calmness and immobility, of certainty and security, suddenly breaks down. New fears and hopes will, without warning, take charge of human conduct. The forces of disillusion may suddenly impose a new conventional basis of valuation. All these pretty, polite techniques, made for a well-panelled Board Room and a nicely regulated market, are liable to collapse. At all times the vague panic fears and equally vague and unreasoned hopes are not really lulled, and lie but a little way below the surface”.

A incapacidade de predeterminação do futuro num ambiente não ergódico contribui para que a precificação dos diversos ativos de capital se assente em bases frágeis, dependendo do fluxo de rendas esperado ao longo de sua vida útil, que por sua vez é condicionado por outros fatores, como pelas condições de demanda efetiva, de concorrência e de tecnologia nos próximos períodos. Neste sentido, o ato de produção e de investimento são marcados por um elemento especulativo em relação ao preço de demanda dos bens produzidos no futuro.

1.2.1. Moeda e liquidez

A característica de equivalente geral entre as diversas mercadorias e de liquidez imediata confere à moeda a capacidade de transporte de poder de compra entre dois períodos. *O preço de uma unidade de moeda é sempre um* (Minsky, 1986:201). Esta característica por si só torna racional o armazenamento de moeda em sua forma líquida diante de um quadro de incerteza.

Keynes (1936), em seu capítulo 17, discorre sobre as características específicas da moeda que a tornam especial enquanto unidade de referência para denominação dos contratos e referência para os investimentos. De acordo com o autor, os ativos de capital presentes na economia possuem uma taxa de retorno em termos de si próprios, que se reflete na taxa de intercâmbio entre seus preços *spot* e futuro, expressa por três atributos: uma taxa de valorização (q), um custo de carregamento (c), e um prêmio liquidez (l).

O dinheiro possui rendimento nulo e custo de carregamento desprezível, mas elevado prêmio de liquidez, derivado da própria característica de equivalente de trocas. Outros ativos possuem taxa de retorno e custo de carregamento diferenciados entre si, de acordo com seus atributos q e c , e em geral possuem um prêmio de liquidez reduzido.

A demanda pelos bens duráveis da economia tende a se deslocar para os que apresentem maior taxa de juros específica esperada. Conforme a produção se desloque para a produção deste bem, sua taxa de retorno tende a declinar, convergindo com os demais ativos com menor esperança de rendimento. A presença de um bem cuja taxa de juros ofereça maior resistência à queda dificulta a continuidade de produção dos demais, conforme suas taxas de retorno converjam para este ativo, e inviabiliza a produção dos bens com rendimento esperado inferior. Deste modo, o bem com menor elasticidade de queda das taxas próprias de juros atua como padrão de referência para os demais, em relação à denominação de preços e taxas de rendimento. Este é justamente o caso da moeda, que possui propriedades que dificultam a queda de sua taxa de juros específica, conferindo um limite à produção dos demais ativos.

Dois fatores essenciais conferem à moeda características únicas que tornam suas taxas específicas de juros mais resistentes à queda. Em primeiro lugar, possui elasticidade de produção privada nula ou desprezível, ou seja, não pode ser criada atendendo a uma demanda crescente, por meio do deslocamento de trabalho para sua produção. Em segundo lugar, possui elasticidade de substituição insignificante, evitando que aumentos de sua demanda possam ser atenuados pela produção de substitutos (Amado, 2000).

Deste modo, um aumento da demanda por moeda em sua forma líquida não pode ser compensado por sua produção ou uso de instrumentos alternativos, ainda que haja força de trabalho disponível ociosa. Assim, a taxa de juros da moeda oferece um limite ao uso da força de trabalho para a produção dos demais bens, sem que haja elementos próprios à dinâmica dos mercados que induzam ao aproveitamento da mão de obra excedente. Numa situação em que pudesse ser produzida mais moeda ou ainda que esta pudesse ser substituída por outro bem, o deslocamento de trabalho para sua produção ou do bem substituto concorreriam para a diminuição de sua taxa de juros específica até o nível do pleno emprego (Chick, 1983; Keynes, 1936; Amado, 2000).

O desenvolvimento de mercados financeiros e de capitais organizados permite que seja conferido o atributo de liquidez aos ativos transacionados nestes ambientes em períodos de tranquilidade, contribuindo para sua plena negociabilidade e a possibilidade de reversão de posições conforme reavaliações a cada momento. A livre possibilidade de intercâmbio contribui para a geração de uma lógica especulativa, conforme haja oportunidades de ganhos de capital com variações de preços em intervalos curtos de

tempo, que em parte substancial das vezes, depende de fatores diferentes dos relacionados à lógica de retorno de longo prazo² (Keynes, 1936; Aglietta, 2004).

Diferentemente da moeda, porém, a liquidez dos ativos financeiros não é absoluta (Aglietta, 2004). A manutenção deste atributo depende das condições de funcionamento dos mercados organizados em relação a: amplitude, que corresponde à existência de número suficiente de investidores com expectativas contrárias e dispostos a negociar aos preços vigentes; profundidade, correspondente à capacidade de absorção de ordens por parte do mercado, de modo a não ocorrerem variações bruscas de preço geradas por movimentos de um único agente; e resiliência, que confere relativa inelasticidade de preços em intervalos curtos de tempo, caracterizando baixo nível de volatilidade. Quando um destes fatores é perturbado, aumenta a suscetibilidade a processos de instabilidade, com o risco de variações abruptas de preços e queda das condições de negociabilidade. A liquidez dos ativos financeiros possui, portanto, um elemento eminentemente convencional, ligado à confiança sobre a capacidade de liquidação de posições correntes e da existência de contrapartes dispostas à tomada de posições contrárias.

Aglietta (2004) descreve um caráter auto-referencial das expectativas nos mercados financeiros. Movimentos altistas de preços elevam a representatividade dos compradores em relação a vendedores, num processo que estimula realimentação de compras e novas rodadas de elevação dos preços. Da mesma forma, mercados baixistas estimulam posições de venda, de modo que a queda de preços que estimula ao desfazimento de posições.

Dependendo da extensão de movimentos, podem prevalecer situações de convergência de posições, dificultando a capacidade de liquidação por parte de investidores com posições contrárias às tendências do mercado. Ativos considerados líquidos e aceitos livremente podem simplesmente perder sua liquidez, afetando negativamente seus preços. Em momentos de rompimento do estado da confiança e de

² Neste ponto, é interessante o questionamento feito por Keynes (1936) em seu capítulo 12, em relação ao caráter contraditório dos mercados financeiros organizados. De um lado, ao concederem liquidez aos investimentos, permitem que os investidores em potencial se mostrem confiantes em aceitar posições de riscos, que deixam de ser irrevogáveis até o final da vida útil dos ativos de capital, permitindo um processo periódico de reavaliação ou a alienação de posições em caso de necessidades de liquidez. Por outro lado, criam um mecanismo de incentivos que estimula a prática especulativa, por meio da busca por variações de preço de curto prazo, em detrimento de avaliações de longo prazo, favorecendo uma dominância da lógica financeira sobre a produtiva.

quebra das convenções anteriormente vigentes, recai sobre o dinheiro a esperança de preservação sobre o valor da riqueza (Belluzzo e Almeida, 2006).

A moeda, deste modo, desempenha um papel relevante não somente como unidade de conta e como meio de troca, mas também como reserva de valor. A taxa de juros da moeda representa o prêmio de liquidez que lhe é conferido, dado o grau de expectativas prevalecente, sendo, portanto, uma medida do grau de incerteza e da preferência pela liquidez. Como Keynes (1937a:216) descreve:

“Even tho this feeling about Money is itself conventional or instinctive, it operates, so to speak, at a deeper level of our motivation. It takes charge at the moments when the higher, more precarious conventions have weakened. The possession of actual money lulls our disquietude; and the premium which we require to make us part with money is the measure of the degree of our disquietude.”

1.3.ATIVIDADE BANCÁRIA: DINAMISMO E INSTABILIDADE

Numa perspectiva pós-keynesiana, o investimento é variável crucial para a compreensão das oscilações periódicas dos níveis de renda e de emprego. O que move a demanda por ativos de capital é a expectativa de que estes gerem riqueza na forma monetária. Não se associa, portanto, a atributos técnicos relacionados às capacidades produtivas. Seu preço de demanda deriva das receitas líquidas esperadas ao longo de sua vida útil e das taxas de juros, que constituem uma taxa de desconto. Há o incentivo para a realização de investimentos à medida que seu nível supere os custos de produção de novos ativos (Minsky, 1986).

Entre a viabilidade esperada dos investimentos e sua efetivação há um ponto importante, associado à capacidade de financiamento por parte dos investidores. Neste sentido, se faz fundamental o papel exercido por instituições financeiras, em especial os bancos.

Freitas (1997) descreve a atividade bancária como eminentemente dual. São instituições privadas que visam à obtenção de lucros e participam de um intenso processo competitivo, nos moldes *schumpeterianos*, e ocupam um lugar central nos sistemas de pagamentos e no processo de criação de moeda, por meio de suas atividades essenciais, relacionadas ao oferecimento de crédito e captação de depósitos.

Os bancos apresentam características que os diferenciam de outras instituições financeiras. Ao atuarem como intermediários financeiros, atuam como centralizadores

de recursos, transformadores de prazos, gestores privados de informações e de elo central nos sistemas de pagamentos.

Ao captarem depósitos de segmentos variados da população, centralizam recursos em sua estrutura, criando capacidade de provimento de recursos para projetos que demandem montantes vultosos. Neste sentido, operam como agentes financeiros dos investidores, com a capacidade de estabelecimento de regras e avaliação dos projetos, de forma unificada em sua estrutura.

O caráter privativo do relacionamento dos bancos com seus clientes contribui para que constituam uma fonte privada de informações. De acordo com Aglietta (2004), prestam um serviço de monitoramento delegado dos devedores para seus depositantes. Este caráter privativo incentiva que sejam criadas unidades específicas de avaliação e gerenciamento de riscos de suas operações, sem o risco de aparecimento de *free-riders*, característico de mercados de negociação direta de dívida (Mishkin, 1992). Adicionalmente, conforme argumentado por Aglietta (2004), o estabelecimento de relações de longo prazo com seus clientes permite o acompanhamento da situação financeira, da evolução dos negócios e da qualidade da gestão, assim como possibilita o oferecimento de linhas de crédito permanentes.

A atividade bancária possibilita a transformação de taxas e prazos entre seus ativos e passivos. Os bancos “*transformam ativos ilíquidos em passivos líquidos*” (Diamond e Dyvbig, 1983:402). Captam recursos principalmente por meio de depósitos, sujeitos a saques imediatos e imprevistos, e os direcionam em ativos com prazos mais longos de maturidade. Fornecem uma garantia de liquidez aos depositantes, possibilitando a efetivação de saques diante de situações inicialmente não previstas, como aos devedores, permitindo que possuam uma fonte de recursos com prazos adequados às suas necessidades de financiamento, reduzindo os riscos de descontinuidade de fluxos de financiamento de suas operações (Santos, 2000).

O risco de liquidez é inerente à atividade bancária. O fato de operarem com descasamento de prazos torna necessária a manutenção de reservas líquidas. Quanto maior o nível das operações ativas, maior a fragilidade e a necessidade de equilibrar os fluxos de entrada e saídas de depósitos (Keynes, 1931). Como discutido por Minsky (1986), em períodos de crescimento, tendem a reduzir suas reservas e a aumentar sua alavancagem, buscando aumento de lucros. De modo oposto, são induzidos ao aumento

das reservas líquidas e a um menor nível de alavancagem nas fases de retração, em busca de proteção.

A confiança sobre a capacidade dos bancos em honrar seus ativos líquidos é fundamental para a continuidade de suas operações. Situações que demandem o aumento de reservas líquidas para fazer frente a perdas com operações ativas ou quedas inesperadas de depósitos exigem a liquidação de parte dos ativos, fato que geralmente implica na aceitação de taxas de desconto, afetando negativamente as condições de solvência e de liquidez (Diamond & Dyvbig, 1983). A capacidade limitada em honrar seus compromissos de uma só vez e a característica típica de *first come, first served* dos saques bancários cria a possibilidade de corridas bancárias quando ocorrem quebras de confiança, ainda que estas não sejam baseadas em fatores objetivos (Mendonça, 2002).

Os bancos ocupam um papel central nos sistemas de pagamento. O desenvolvimento da moeda bancária contribuiu para a concentração das relações de pagamento por meio de relações interbancárias de débito e crédito, facilitada pelo desenvolvimento de *clearings* de pagamento, representadas geralmente pela figura dos bancos centrais. Os próprios bancos possuem intrincadas relações interfinanceiras entre si, como concessão de linhas de créditos e operações compromissadas. Crises de liquidez em uma instituição individual podem afetar não somente as unidades econômicas com as quais se relacionam diretamente, mas também o restante do sistema econômico, interrompendo os demais elos do sistema de pagamentos. Mesmo bancos considerados saudáveis podem se tornar insolventes devido a problemas de liquidez (Aglietta, 1998; Kregel, 2006). Assim, problemas isolados de liquidez podem afetar o conjunto do sistema econômico, resultando em crises sistêmicas.

Uma característica fundamental da atividade bancária, geralmente ignorada ou mesmo refutada pela teoria tradicional, diz respeito à capacidade de criação de moeda a partir da oscilação não passiva de seu nível de atividade, fator que confere elasticidade à oferta monetária e que se relaciona diretamente com sua não neutralidade, aspecto essencial da teoria de Keynes (1936) e pós-keynesiana. No *Treatise on Money* (Keynes, 1931), trabalho anterior à Teoria Geral, já estavam presentes elementos que relacionavam a instabilidade do sistema econômico, o modo como os bancos desempenham sua atividade, e a forma relativamente sincronizada com que o crédito evolui nas fases de crescimento e de contração da economia. Keynes (1931) descreve o processo de criação da moeda pelos bancos, a partir da criação de direitos contra si

próprios em favor de terceiros, permitindo que os depositantes efetuem transações a partir de meios de pagamento plenamente aceitos, sem a necessidade da presença física de moeda.

Analisando um banco individualmente, o acréscimo de depósitos constitui fonte de captação para novos empréstimos. De modo agregado, a contratação de empréstimo por um banco confere aumento potencial de depósitos no conjunto do sistema bancário, permitindo o desenvolvimento de um ciclo de expansão da moeda por meio do crédito privado.

A lógica associada à capacidade de expansão da moeda gerada pelo crescimento do crédito bancário foi defendida por Keynes em debates sobre sua obra posteriores à Teoria Geral (1937b, 1937c). Keynes define o conceito de *finance*, que se constitui no financiamento fornecido pelos bancos aos projetos de investimentos, na etapa inicial de sua elaboração, tornando-se temporariamente menos líquidos, por meio de empréstimos-ponte, em que os investidores se valem de linhas de crédito prévias junto aos bancos. Este fluxo inicial de recursos permite a criação de nova moeda, que no momento seguinte se incorpora ao estoque de recursos disponíveis a financiamentos, permitindo o financiamento definitivo dos investimentos (*funding*). Nesta situação, não há um nível de poupança prévia como limitador do volume disponível de investimentos. Uma vez que os novos investimentos são acionados pelo aceite dos bancos em reduzir temporariamente sua liquidez, propiciam a geração a poupança correspondente. Como descrito em trecho elucidativo de Keynes (1937b:618-9):

[I]n general, the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity. If they refuse to relax, the growing congestion of the short-term loan market or of the new issue market, as the case may be, will inhibit the improvement, no matter how thrifty the public purpose to be out of their future incomes. On the other hand, there will always be exactly enough ex-post saving to take up the ex-post investment and so release the finance which the latter had been previously employing. The investment market can become congested through shortage of cash. It can never become congested through shortage of saving. This is the most fundamental of my conclusions within this field.

Num contexto de expectativas otimistas, a ação dos bancos na concessão de crédito permite a realização de novos investimentos, sem necessariamente pressionar as taxas de juros, como suposto numa visão de fundos emprestáveis.

Imersos no mesmo ambiente de expectativas que os demais agentes, os bancos não operam de modo passivo. Gerenciam suas carteiras, aumentando a disponibilidade de crédito nos períodos de expansão, e as contraem em períodos de maior incerteza, o que contribui para intensificar as fases de descenso econômico (Amado, 2000). Para Keynes (1931), esta capacidade de expansão ou contração de moeda privada justifica a imposição de limites pelas autoridades monetárias, de modo a restringir a tendência inerente à instabilidade. Os bancos centrais funcionariam como “maestros de orquestra”. Contudo, o controle por parte dos bancos centrais não é absoluto, dificultando que este garanta plenamente a estabilidade.

Minsky (1986) define os bancos como mercadores de dívidas. O que move a atividade de crédito é a busca por lucros. Participam ativamente do processo competitivo entre si e com outras instituições financeiras, na busca por lucros extraordinários e posições temporárias de monopólio, nos moldes *schumpeterianos* (Freitas, 1997).

A disputa concorrencial é entendida como um processo dinâmico, no qual as estruturas de mercado são endógenas e constantemente modificadas pelas estratégias dos concorrentes em um ambiente de incerteza. A competição não se dá apenas via preços. Há uma busca constante por diferenciação e por criação de vantagens em relação aos pares, em aspectos ligados à imagem ou reputação, técnicas de *marketing*, desenvolvimento de novos produtos ou práticas financeiras, inovações tecnológicas, entre outros fatores (Freitas, 1997).

A pressão concorrencial favorece um processo de constante inovação, com vistas à obtenção ou manutenção de vantagens competitivas. Os gestores dos bancos tomam decisões e adotam estratégias diferentes, que podem ser bem-sucedidas ou não *ex-post*. A tomada de posições arriscadas é inerente à atividade privada. O sucesso ou o fracasso de instituições individuais são características próprias de um processo de intensa disputa (Minsky, 1986; Freitas, 1997).

Imersos no mesmo ambiente de expectativas que os demais agentes, os bancos interagem com o restante da economia. Em períodos de expansão e de expectativas otimistas, a busca por lucros incentiva a adoção de práticas mais arriscadas. Como

forma de elevar suas taxas de retorno³, podem recorrer a práticas como o aumento do grau de alavancagem, migração para operações com perfis mais elevados de riscos e com prazo mais elevados, aumento da base de depósitos a taxas crescentes de remuneração e prazos menores (Minsky, 1986).

Entretanto, um elemento importante difere o banco das demais firmas privadas. A posição que ocupam nos sistemas de pagamentos e a capacidade de criação de moeda constituem um bem público à economia. A quebra de um banco individual pode causar danos e prejudicar a liquidez da economia como um todo, assim como o funcionamento dos sistemas de pagamento. A capacidade das instituições bancárias em criar moeda e de contornar as restrições regulatórias permite que a oferta de moeda se torne elástica em relação à demanda, de modo endógeno. Nas fases de crescimento, permitem a ampliação dos meios de pagamento, por meio do aumento de suas operações de empréstimos. Por outro lado, a contração do crédito nos períodos de retração cíclica contribui para destruição de moeda.

O duplo papel da atividade bancária torna sua participação na economia peculiar, possuindo ao, mesmo tempo, uma característica dinamizadora e destrutiva (Freitas, 1997; Minsky, 1986). De um lado, contribuem para acelerar o dinamismo econômico ao prover crédito e aumentar a oferta de dinheiro disponível nas fases de crescimento, atenuando a tendência procíclica das taxas de juros. De outro, são entidades que participam ativamente do processo de disputa por acumulação de capitais, num ambiente marcado pela presença de incerteza, amplificando as fontes de instabilidade financeira e restringindo a oferta de crédito nos períodos de retração, dificultando a capacidade das demais unidades econômicas em honrar compromissos anteriormente assumidos. Por este motivo, as autoridades regulatórias procuram circunscrever seu processo competitivo, embora devido à constante inovação das práticas financeiras, estejam sempre um passo atrás.

A regulação do sistema financeiro, é neste sentido, elemento central que contribui para preservar as condições de fluidez dos sistemas de pagamento e de

³ A lógica de possibilidades de aumento da taxa de retorno é expressa por Minsky (1986) pela seguinte relação: $L/K = L/A \times A/K$; onde L = Lucro, K = Capital e A = Ativos Totais. A expressão L/K corresponde ao retorno sobre o patrimônio, objetivo de maximização por parte dos bancos. A partir da relação observada, pode-se depreender que um maior L/K pode ser obtido ou por um aumento de A/K, correspondente ao grau de alavancagem, ou pelo crescimento do retorno sobre os ativos (L/A), que depende do diferencial entre a remuneração das operações ativas e o custo de captação de recursos.

liquidez dos ativos da economia. Se os bancos são componente central para o dinamismo de uma economia, o papel do anticíclico e regulador do Estado é essencial para evitar que as contradições associadas ao duplo papel dos bancos sejam fatores disruptivos da economia. O trecho abaixo, de Minsky, Gatti e Gallegati (1994:16) resume claramente o argumento:

“One implication of Schumpeter’s Theory of Economic Development is that the analysis of capitalist economic processes will not lead to the relegation of money, credit, and finance to a pound of details that are irrelevant for an understanding of the fundamental rules of capitalism. The monetary and financial structures provide not only an essential set of links between the past, the present, and the future, but they also provide the economy with some of its most important aborters of incoherence. The dominating functions of central banking, deposit insurance, and fiscal policy are to sustain asset values and aggregate profits, and thus contain any thrust of the economy towards the incoherence of a deep debt deflation and depression. Schumpeter was never more relevant than when he identified bankers as the ephor of capitalist economies. In modern capitalism the central bank and the fiscal powers of governments are, so to speak, the ephors of the ephors of capitalism”

1.4. HIPÓTESE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY.

Seguindo a tradição de Keynes (1986), a análise de Minsky (1986) visualiza a economia capitalista como intrinsecamente instável, distanciando-se de uma visão ortodoxa de equilíbrio. A conformação de crises financeiras depende de fatores endógenos à própria dinâmica econômica ao longo dos períodos de crescimento. Dois pontos são fundamentais: a influência da formação das expectativas na formação dos preços dos ativos de capital; e o modo como evolui a estrutura financeira das diversas unidades econômicas presentes na economia.

Partindo de um cenário em que as expectativas são convencionais, há a compreensão de que a exposição a risco das unidades econômicas não é estática, evoluindo ao longo dos ciclos. Como discutido por Mollo (1988), na presença da incerteza, o comportamento é subjetivo, num cenário em que o tempo entre as decisões e os resultados não coincide e o futuro não é determinado. A decisão de investimentos é uma decisão especulativa, que envolve a abdicção de posições líquidas, mirando um montante de dinheiro superior ao original no futuro (*money today, money later*; Minsky, 1986: 251). Da mesma forma que em situações de otimismo a adoção de posições alavancadas é incentivada, baseadas em projeções de que o rendimento prospectivo dos

ativos de capital supere os custos envolvidos em sua aquisição e uso (ou que o retorno esperado dos empréstimos seja superior aos custos de captação, no caso dos bancos), em momentos de acirramento das condições de incerteza, as unidades buscam proteção, por meio da redução de sua demanda por ativos pouco líquidos, e da tentativa de contração de posições alavancadas. Como discutido por Minsky (1986:207):

In a word, uncertainty in economics does not deal with risks that are insurable or analogous to gambling risks. For example, the appropriate liability structure for holding any type of capital asset cannot be known in the same sense as the appropriate technology for manufacturing. Today's appropriate liability structure for holding any capital asset can be determined only on the basis of history and conventions. In the course of history there have been significant swings in the mix of internal and external financing of investment and much innovation in liability structures. Liability structures (and asset holdings by intermediaries) that were deemed safe when entered upon may turn out to be highly risky as history unfolds”

Esta visão claramente contrasta com as teorias tradicionais. É ilustrativa a comparação com o arcabouço novo-keynesiano de racionamento de crédito (Stiglitz e Weiss, 1981; Mishkin, 1992, entre outros), que parte de um contexto em que prevalecem assimetrias de informações que impedem os bancos de identificar o risco efetivo de cada devedor potencial, discriminando os “bons” e os “maus”. As crises são provenientes de choques externos que exacerbam as falhas de mercado, dificultando a capacidade dos bancos em discernir o risco individual de cada cliente, expulsando do mercado os tomadores de crédito com melhor perfil e retendo os de pior perfil de risco. O que se altera não é qualidade de cada tomador de crédito, mas a capacidade dos bancos em qualificar cada cliente.

Para Minsky (1975), as decisões financeiras são fundamentais para explicar os ciclos econômicos, num contexto em que as decisões de produção e de investimento são tomadas com vistas à obtenção de um montante de dinheiro superior ao do período original. A percepção sobre a economia capitalista segue a representação feita por Keynes (1933), de economia empresarial, ou economia de Wall Street.

A unidade monetária é importante, à medida que é a referência na qual os comprometimentos financeiros e contratos inerentes à produção são firmados, e que é a unidade de liquidação de pagamentos. O dinheiro é o único ativo cujo valor tende a se manter de um período a outro, num cenário de incerteza, diferentemente dos demais

ativos cujo valor futuro está sujeito a uma série de contingências. Como enfatizado pelo autor:

In a world with borrowing and lending, it is sensible for anyone or any organization with payment commitments to keep some money-the item in which its commitments are denominated-on hand as an insurance policy against unfavorable contingencies. Money consequently yields a return in kind in the form of protection against contingencies. But the price of a unit of money is always a dollar, so that the price paid for the protection a dólar yields cannot vary. However, the value of the protection that a dollar yields can change. When this happens, the price of alternatives to holding money-that is, the price of other assets-must change (Minsky, 1986: 201).

Os lucros e os investimentos são compreendidos por Minsky (1986) como parte de um processo de realimentação. Os primeiros atuam como elementos fundamentais norteadores das expectativas. Os resultados correntes atuam como fatores de validação das projeções e decisões de investimento pretéritas. Adicionalmente, impulsionam as expectativas correntes sobre a rentabilidade futura dos investimentos. Conforme a rentabilidade observada dos ativos de capital evolui positivamente, proporciona condições para o crescimento de seus preços e para um movimento de expansão cumulativa. De modo contrário, a frustração de expectativas anteriores se reflete nos resultados correntes, contribuindo para um processo de reavaliação das expectativas, exercendo influência negativa sobre os preços dos ativos de capital.

As variações dos investimentos são um fator central para a determinação dos níveis de renda e de emprego, seguindo a lógica de Keynes (1936). Para Minsky (1986), sua determinação não deriva de circunstâncias objetivas, dadas por fatores tecnológicos e de produtividade dos ativos, em conjunção com a preferência intertemporal de consumo, como em acepções de cunho neoclássico. Como enfatizado por Mollo (1988), num contexto marcado pela presença da incerteza, sua oscilação se associa ao caráter subjetivo das decisões capitalistas, cujas bases oscilam de acordo com o estado de expectativas vigente. Os preços dos ativos na forma monetária constituem um elemento validador das decisões de investimentos, devendo ser capazes de superar os custos diretos e obrigações financeiras decorrentes do processo de produção e gerar um excedente. Como mencionado pelo autor:

“The price system of a capitalist economy must carry the carrots that induce the production of the physical resources needed for future production. To do

this it is necessary that the present validate the past, for unless the past is being validated and the future is expected to validate present investment and financing decisions, none but pathological optimists will invest” (Minsky, 1986: 158).

Minsky (1986) descreve a dinâmica de determinação dos investimentos pela interação entre o preço de demanda dos bens de capital (P_K) e o preço de oferta de novos bens de investimentos produzidos (P_I). Diferenciais positivos entre P_K e P_I estimulam novas posições de investimentos e contribuem para a alteração estruturas de capital dos setores presentes na economia (Mollo, 1988; Minsky, 1986).

O preço de demanda dos ativos de capital (P_K) se relaciona ao fluxo de caixa líquido esperado que estes oferecem, proveniente das receitas esperadas desde seu início de operação até o período final de sua vida útil, líquidas dos gastos necessários à sua operação, incluindo encargos financeiros decorrentes do uso de capital externo. O fluxo de rendas futuras possui um caráter incerto, nos moldes discutidos por Keynes (1936) a respeito dos fatores que influenciam a eficiência marginal do capital. Seu cálculo depende das expectativas de longo prazo e do fator de desconto, representado pela taxa de juros da moeda.

O preço de oferta dos bens de investimento (P_I) correspondente ao somatório dos custos diretos, trabalho e insumos, e um *mark-up*, que visa à cobertura de demais itens que oneram o processo produtivo, como custos indiretos associados à estrutura administrativa e de esforço de vendas das firmas e encargos financeiros. A necessidade de pagamento em prazo certo dos custos diretos e o descasamento entre fluxos de receitas e despesas requerem a manutenção de capital de giro por parte das firmas, o que induz à manutenção de linhas de crédito e ao recurso a empréstimos por parte das firmas, gerando comprometimentos financeiros a serem honrados periodicamente.

A brecha entre os dois preços pode ser vista como condição necessária, mas não suficiente para impulsionar os investimentos. É necessária a existência de disponibilidade de fontes de financiamento. Há três alternativas: saldos ociosos líquidos por parte dos investidores; recursos gerados pelas próprias operações (lucros retidos); ou provenientes de fontes externas.

O uso de recursos externos permite a expansão das oportunidades de investimento, além do limite oferecido pelas fontes internas. Para tanto, depende de que

os rendimentos líquidos adicionais obtidos com esses recursos superem os custos de financiamento. A decisão sobre sua utilização representa uma decisão sobre uma determinada estrutura de passivos e nível de alavancagem financeira. Embora as receitas esperadas possuam realização incerta, os comprometimentos financeiros representam desembolsos futuros que devem ser honrados.

Períodos em que os lucros presentes excedem as projeções pretéritas incentivam a formação de expectativas de aumento das receitas futuras e a redução das margens de segurança adotadas pelas unidades econômicas. Com isto há uma tendência à elevação dos preços dos ativos de capital e da tolerância a dívidas. Há um processo cumulativo de crescimento dos investimentos, baseado nos mecanismos convencionais que influenciam a formação de expectativas.

O conceito de fragilidade financeira adotado por Minsky (1986) possui um significado eminentemente macroeconômico. Parte de uma avaliação de como evoluem estoques e fluxos, gerando consequências para os próximos períodos, em termos de capacidade de pagamento e de suscetibilidade a oscilações das condições gerais da economia. Embora parta de conceitos contábeis que podem ser válidos para uma firma tomada individualmente, o que torna a análise sistêmica é o fato de que as diversas unidades econômicas interagem num mesmo ambiente de expectativas, dentro de uma rede de contratos e de compromissos financeiros, influenciando umas às outras.

Minsky (1986) descreve três estruturas financeiras predominantes numa economia, conforme evolui a alavancagem e capacidade de pagamento das unidades econômicas. Numa condição *hedge*, as receitas previstas são mais que suficientes para honrar os compromissos financeiros assumidos e financiar novas posições de investimentos. Numa estrutura especulativa, as receitas são superiores aos serviços de juros, porém inferiores ao total de saídas fluxos de caixa. O que torna uma posição especulativa sustentável são perspectivas de que o fluxo total de receitas deduzidas dos compromissos financeiros seja positivo. Enquanto a viabilidade de uma estrutura *hedge* depende fundamentalmente da aderência das expectativas ao fluxo de receitas esperadas, uma unidade especulativa é contingente à não deterioração das condições financeiras sobre os passivos, resultantes por exemplo, de elevações das taxas de juros e posturas de racionamento de crédito por parte dos bancos.

Já em estruturas *Ponzi*, o fluxo de receitas esperadas é insuficiente inclusive para suportar o pagamento de juros, o que gera a necessidade de aumento da carga de dívidas a cada momento, identificando claros sinais de fragilidade.

Situações em que, de modo agregado, haja predominância de estruturas especulativas e *Ponzi*, há maior suscetibilidade a processos de instabilidade e mudanças que possam ocorrer nas condições financeiras ou nas expectativas dos agentes econômicos.

Conforme o nível de expectativas vigente, há um grau diferenciado de disposição dos agentes em assumir posições alavancadas que pode ser traduzido pelo nível de margens de segurança mínimas consideradas aceitáveis a cada período. Esta decisão afeta as decisões tanto dos credores, em sua disposição em aumentar sua oferta de crédito, quanto dos devedores, em suas avaliações sobre o uso de recursos externos para a aquisição de ativos de capital.

A estrutura de capital considerada adequada se altera com a evolução das convenções. A recorrência de resultados positivos incentiva um processo de expansão dos investimentos, para o qual o endividamento é peça fundamental. Este processo possui uma característica desequilibradora, na qual um crescimento robusto inicial evolui para um *boom* especulativo, reforçado pela alavancagem crescente das unidades econômicas e pela realimentação das expectativas. De outra forma, uma situação em que predominam unidades *hedge*, expostas à variação dos fluxos de receitas, gradativamente cede espaço a um contexto com unidades especulativas e *Ponzi*, suscetíveis também a variações das condições financeiras. Com isto, eleva-se a fragilidade da economia, tornando-se suscetível a crises.

A configuração de situações *Ponzi* desestimula a realização de novos investimentos, dificulta a capacidade das unidades endividadas em refinanciar seus débitos e honrar compromissos pretéritos assumidos. A deterioração das condições de pagamento por parte dos devedores contribui para que os bancos se tornem mais relutantes para exercer novas operações de empréstimos, podendo ocasionar processos de *credit crunchs* e a ruptura de elos nos sistemas de pagamento, criando movimentos sistêmicos.

Da parte dos credores, a postura de maior preferência pela liquidez diante do crescimento da expectativa de perdas com operações de crédito pode contribuir para

efeitos em cadeia sobre sua própria situação de solvência e de liquidez, reforçando a piora de qualidade de sua carteira, diante da dificuldade de renovação de dívidas por parte de seus clientes. A intensificação deste processo pode exercer pressão de venda sobre os ativos dos devedores, diante da dificuldade de rolar suas dívidas, o que acentua ainda mais a tendência de queda dos preços dos ativos.

A combinação de um cenário de elevado endividamento e de queda dos preços dos ativos dificulta o processo de ajuste dos agentes endividados, à medida que a tendência deflacionária dos preços eleva o valor real das dívidas. Esta circunstância cria condições para o surgimento de processos típicos de *debt deflation*, nos moldes colocados por Fisher (1933)⁴, porém com causas diferentes, endógenas à evolução das expectativas. Há uma assincronia entre o valor dos ativos e dos passivos, passando pelo repúdio das dívidas e falências, podendo acarretar situações de pânico bancário e de depressão econômica. Conforme comentado pelo autor:

“In a through deflation, all private debts are eventually repudiated so that all capital assets are owned by individuals or by corporations that have only equity liabilities. While this process of debt repudiation is taking place, things are made worse by the effects of decreased profits, wages, and investment upon the validation of debts and the paralyzing effects of corporate reorganizations upon investment. Only after the financial structure is radically simplified, which may take years, may falling prices be expansionary. In a world with complicated financial usages, if there is a road to full employment by way of Pathinkin real-balance effect, it may well go by the way of hell”.
(Minsky, 1986: 197-8)

⁴ Embora Irving Fisher seja um dos mais importantes teóricos da teoria quantitativa da moeda, cuja visão implica na neutralidade da moeda no longo prazo, há por parte do autor o reconhecimento da possibilidade de variações cíclicas transitórias do produto causada por oscilações dos níveis de preço, por meio de efeitos gerados sobre os ciclos de crédito e sobre a relação entre as taxas de juros natural e real. De acordo com Fisher (1911), aumentos iniciais dos preços dos ativos causados por variações positivas da oferta monetária podem desencadear uma tendência de expansão cumulativa da economia, causada pelo diferencial entre as taxas reais de juros cobradas nas operações de financiamento e a taxa natural de juros, relacionada às condições de produtividade da economia. O gap entre as duas taxas de juros incentiva um aumento dos investimentos, e uma espiral positiva de crédito. O esgotamento dos efeitos deste ciclo contribui para o início de um ciclo reverso, de queda dos lucros e de queda dos investimentos. Fisher (1933) aponta os efeitos potenciais adversos dos períodos de retração caracterizados por deflação de preços e elevado nível de endividamento, que dificultam o processo de ajuste econômico. Neste cenário, há a tendência de elevação do valor real das dívidas num contexto de redução da disposição dos bancos em rolar operações de crédito anteriores, ainda que os agentes honrem o pagamento do principal de seu passivo. Sua argumentação contribui para uma visão dinâmica dos ciclos de negócios e de crédito, e das dificuldades de ajuste econômico, que contribui para aumentar o tempo de duração dos períodos de contração cíclica, podendo resultar em depressões.

Os bancos são parte importante nesta dinâmica. Facilitam o processo expansivo, porém acentuam a instabilidade. Imersos no mesmo ambiente de expectativas que as demais firmas, competem de modo intenso entre si e com outras instituições financeiras, o que favorece a adoção de posições arriscadas e a criação de mecanismos de escape regulatórios (Freitas, 1997).

Conferem endogeneidade aos meios de pagamento, com a criação de moeda quando expandem suas atividades. O caráter endógeno da moeda bancária auxilia o crescimento da economia quando, à medida que atenuam a tendência de elevação das taxas de juros proveniente do aumento da demanda por moeda e libertam o crescimento dos investimentos dos limites da poupança prévia. De forma oposta, há destruição de moeda quando contraem suas atividades, o que contribui para o aumento da taxa de juros num período de redução dos investimentos e para dificultar o acesso a recursos por parte das unidades endividadas.

A percepção sobre a natureza endógena das crises, intrínsecas ao próprio funcionamento da economia, cria um desafio adicional aos *policy-makers* em relação à visão tradicional, que visualiza a possibilidade de impedir períodos de instabilidade por meio de políticas adequadas, de modo a restaurar a tendência ao equilíbrio.

Minsky (1986) vislumbra um papel fundamental do Estado como elemento estabilizador, tanto nos períodos de crescimento, buscando evitar o surgimento de fragilidades em períodos de euforia, quanto nas fases de descenso, amenizando seus efeitos sobre os níveis de emprego e o encadeamento de processos de *debt deflation*.

A atuação regulatória pode ser considerada como essencial nos períodos de crescimento e de tranquilidade. Contribui para circunscrever posturas que possam ser consideradas exageradamente arriscadas por parte do setor privado, de modo a evitar que períodos de crescimento especulativo ocasionem um processo de euforia e o surgimento de estruturas *Ponzi*. Consiste no estabelecimento de critérios e limites à própria dinâmica competitiva privada, em especial dos bancos, pela dupla característica que possuem (Freitas, 1997). Relaciona-se com o objetivo primordial do Estado numa acepção keynesiana, de proporcionar níveis elevados de emprego e renda, contribuindo para que os processos de expansão se procedam de modo balanceado, de modo a evitar o aparecimento de vulnerabilidades que comprometam sua sustentabilidade.

Como a parte mais intensiva destes expedientes se procede justamente nos períodos de crescimento, a ação reguladora do Estado pode ser considerado desafiadora, à medida navega contra a maré e o senso comum otimista prevalecente nestas fases, e contraria a busca por rentabilidade por parte do setor privado. Neste sentido, embora não caiba ao governo uma pretensão de onisciência e supremacia de sobre a livre iniciativa privada, caminha frequentemente contra incentivos assimétricos⁵ e o risco de captura por parte dos regulados.

Nos períodos de descenso, sua atuação como fonte de gasto autônomo (*big government*) contribui para manutenção de um nível mínimo de demanda efetiva e de ancoragem das expectativas do setor privado. As autoridades monetárias (*big bank*) são fundamentais na condução das taxas de juros e como emprestadores de última instância, com o intuito de evitar colapsos dos sistemas de pagamento e dos mercados interbancários.

Deste modo, a ação dos governos contribui para amortecer os ciclos, fornecendo liquidez ao sistema financeiro, e como forma de evitar uma queda acentuada do nível dos investimentos nos períodos de retração cíclica. Contudo, não elimina o caráter de instabilidade intrínseca da economia.

Um ponto marcante quando se considera que as crises são gestadas nas fases de *boom* de crescimento, é a dificuldade de construção de ações preventivas ao aparecimento de vulnerabilidades, haja vista que uma série de forças atua de forma procíclica. As próprias expectativas reforçam uma sensação de segurança. Esta característica torna clara a necessidade de meios de intervenção nos mercados e na própria dinâmica competitiva, que na busca por lucros cria um mecanismo propenso à tomada de riscos e à alternância entre períodos de euforia e pânico.

1.5. CONCLUSÃO

O objetivo deste capítulo foi apresentar, dentro de uma perspectiva baseada na obra de Keynes e no desenvolvimento pós-keynesiano ulterior, especialmente Minsky

⁵ Como comentado por Minsky (1986:279): *This is an unfair game. The entrepreneurs of the banking community have much more at stake than the bureaucrats of the central banks. In the postwar period, the initiative has been with the banking community, and the authorities have been repeatedly "surprised" by changes in the way financial markets operate. The profit-seeking bankers almost always win their game with the authorities, but, in winning, the banking community destabilizes the economy; the true losers are those who are hurt by unemployment and inflation.*

(1975, 1986), considerações a respeito de elementos que contribuem para a emergência de períodos de instabilidade financeira.

Esta abordagem se diferencia de visões ortodoxas, que partem de uma noção de equilíbrio de pleno emprego como uma tendência natural da economia, associando o fenômeno das crises a desequilíbrios causados por aspectos exógenos à interação livre entre os agentes privados.

Numa perspectiva pós-keynesiana, seguindo o tratamento dado por Keynes, é fundamental a caracterização do ambiente econômico como incerto, em relação à imprevisibilidade dos eventos por meio de cálculos probabilísticos. Embora em períodos de tranquilidade haja um comportamento relativamente bem comportado das variáveis econômicas, a base frágil em que são fundamentadas contribui para que a quebra de expectativas em situações de maior incerteza leve a rupturas dos mecanismos de decisão prevalentes.

Neste contexto, a tomada de decisão e a formação de expectativas assumem um caráter eminentemente convencional, tendendo a desencadear lógicas cumulativas, nas quais o sucesso recente respalda as previsões pretéritas e estimula as projeções futuras. Este contexto contribui para que os períodos de instabilidade apresentem uma natureza eminentemente endógena.

Perspectivas de lucros futuros estimulam a tomada de posições alavancadas por parte das unidades econômicas, o que contribui para a evolução de sua estrutura financeira ao longo dos ciclos, passando a assumir uma postura especulativa. O acesso ao crédito permite a expansão dos investimentos, porém cria situações de fragilidade, aumentando a suscetibilidade dos devedores a variações das condições financeiras. Assim, situações de fragilidade têm sua origem nas vulnerabilidades criadas durante os períodos de crescimento econômico. Há a compreensão de que a estrutura financeira considerada apropriada a cada momento varia ao longo dos ciclos, conforme o grau das expectativas. Posturas passadas que hoje são consideradas irresponsáveis ou desastrosas (*ex post*) podem ter sido consideradas totalmente seguras e aceitáveis no momento anterior (*ex ante*), baseadas num cenário de continuidade estatística.

O sistema financeiro, e mais especificamente os bancos, proporcionam o aumento da oferta de financiamento nos períodos de tranquilidade, imersos no mesmo ambiente de expectativas que o restante da economia e atuando de modo privado com

vistas à maximização de lucros. Com isto, contribuem para a criação de moeda, conferindo-lhe elasticidade, atenuando pressões altistas sobre as taxas de juros. Da mesma forma, contraem suas operações nos períodos de descenso, com o que geram destruição de moeda e geram dificuldades para a rolagem de dívidas de setores endividados, podendo desencadear processos sistêmicos de *credit crunch*. Sua atividade possui um caráter peculiar e dual. São relevantes na criação de moeda e como elo entre as diversas partes dos sistemas de pagamentos, da mesma forma que operam como entidades privadas, imersas na disputa de capitalista, adotando posturas arriscadas a cada momento.

Os objetivos de atuação do Estado se relacionam com sua capacidade de atuação anticíclica. Sua atividade regulatória, de modo prudencial, contribui para impedir a assunção exagerada de riscos por parte do setor privado nos períodos de maior dinamismo, por meio da imposição de regras e de limites de atuação e de inovação. Adicionalmente, são importantes como meio de atenuar os efeitos depressivos nos períodos de crise, por meio da sustentação de níveis mínimos de demanda efetiva e de liquidez do setor bancário, evitando a conformação de crises sistêmicas e rupturas nos sistemas de pagamento. Entretanto, não elimina o caráter inerentemente instável da economia.

Um ponto, porém, cabe ser observado à análise empreendida em Minsky (1986). O autor parte de um contexto em que a evolução do crédito e da estrutura financeira das unidades econômicas não financeiras decorre primordialmente do objetivo de acumulação de capital, com base em ativos reais de investimento. Neste sentido, há um componente complementar entre o crédito bancário e investimentos. Não há a incorporação de sua funcionalidade para um processo de valorização de capitais eminentemente financeiro, voltado por exemplo à compra de ações ou instrumentos de dívida securitizados. Adicionalmente, há um enfoque a partir de relações financeiras domésticas, em que as relações financeiras entre as unidades financeiras presentes na economia são efetivadas sem a presença de restrições de ordem institucional ou derivadas do grau de desenvolvimento das economias.

A despeito destas ressalvas, e de possíveis necessidades de contextualizações para casos concretos, é possível afirmar que a análise de Minsky (1986) apresenta elementos essenciais que atuam como fatores de estímulo numa economia, podendo ser amplificados ou modificados conforme o contexto institucional vigente.

Este é o caso dos PEDs, que constituem o objetivo de análise desta tese. Partindo do referencial pós-keynesiano apresentado neste capítulo, a intenção na sequência é avaliar condições específicas e complementares que contribuam para a análise sobre as crises financeiras nestas regiões e as possibilidades de ação resultantes.

2. PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO: RESTRIÇÃO EXTERNA E CICLOS FINANCEIROS

2.1. INTRODUÇÃO

O capítulo anterior apresentou elementos principais dos referenciais de Keynes e pós-keynesiano sobre o conceito de instabilidade financeira, focando em condicionantes para sua conformação. Tendo como ponto de partida a visão de Keynes, Minsky (1975; 1986) refuta a associação ortodoxa de desvios da tendência natural da economia ao equilíbrio de pleno emprego, em virtude de fatores externos e transitórios. O autor compreende as crises financeiras como desdobramentos endógenos da própria evolução das expectativas e posições de endividamento dos diversos setores ao longo dos ciclos de crescimento.

Um ponto de destaque sobre o arcabouço construído em Minsky (1986) se refere ao ambiente econômico em que está inserido. A ênfase sobre as relações financeiras entre as unidades econômicas se situa em relações domésticas, em que os processos de acumulação de capital correspondem predominantemente às rendas geradas por investimentos.

A consideração de um ambiente econômico integrado internacionalmente, em que os setores domésticos possuem relações econômicas e financeiras com o exterior, torna mais complexos os condicionantes para a ocorrência de períodos de instabilidade, acrescentando novas variáveis e tipos de exposição relevantes. Este ponto pode ser considerado válido, sobretudo, quando são levadas em conta especificidades e assimetrias entre os países em termos de sua inserção no sistema econômico internacional.

A avaliação dos problemas econômicos dos PEDs envolve diferenciações em relação à realidade típica de economias avançadas. A simples adaptação de um modelo canônico dificulta a avaliação sobre os problemas econômicos destes países, que vão além da taxa de acumulação de capital. O histórico ao longo do último século, de maior volatilidade de taxas de crescimento e recorrentes episódios de vulnerabilidade externa, evidencia, como comentado por Ocampo (2011), uma dominância dos balanços de pagamentos como elemento conformador de instabilidades. O debate sobre a inserção dos PEDs na economia internacional é relevante na literatura heterodoxa.

A observação do sistema econômico a partir de uma dinâmica centro-periferia, nos moldes de Prebisch (1949), enfatiza fatores ligados à estrutura produtiva e de consumo dos países periféricos, que diminuem sua capacidade de geração de progresso técnico e de retenção de seus frutos, contribuindo para a perpetuação de uma condição subdesenvolvida, heterogênea e especializada, sujeitando-os de modo frequente a desequilíbrios de balanço de pagamentos. Esta visão pode ser percebida também em autores neoestruturalistas, como Fainzylber (1993) e Ffrench-Davis (1988) que, num contexto de maior liberalização econômica internacional, enfatizam a necessidade de apoio estatal à geração endógena de progresso técnico e à solidez das condições de sustentabilidade externa e interna, como elementos fundamentais de política pública.

Os modelos pós-keynesianos de crescimento de economias abertas, expressos em Thirlwall (1979) e desdobramentos ulteriores (Thirlwall e Hussain, 1982; Moreno-Brid, 1999, 2003; Barbosa-Filho, 2001), enfatizam a existência de limitações ao crescimento de economias abertas, dado o perfil de suas pautas de comércio exterior. Países exportadores de bens com baixo grau de elasticidade-renda relativamente à sua pauta de importações tendem a apresentar taxas de crescimento sustentáveis inferiores à economia mundial e maior grau de suscetibilidade a crises financeiras.

Do ponto de vista das relações de financiamento externo, podem também ser apontadas assimetrias nos sistemas monetário e financeiro internacional, num contexto de globalização financeira e de mercados financeiros desregulados. Estas características contribuem para que os fluxos dos capitais externos aos PEDs apresentem uma natureza eminentemente volátil e procíclica em relação aos ciclos dos países avançados (Prates, 2004; Akyüs, 2008).

O objetivo deste capítulo é evidenciar elementos estruturais que condicionam a estabilidade financeira nos PEDs, tornando-os mais suscetíveis a episódios de fragilidade financeira, partindo de uma visão pós-keynesiana e estruturalista. É compreendido que estes aspectos são complementares e amplificadores da dinâmica cíclica exposta no capítulo anterior. Sua estrutura está organizada da seguinte forma, além desta introdução. A segunda seção faz uma breve descrição sobre o estruturalismo econômico. A terceira parte faz uma ilustração sobre modelos de crescimento com restrição de balanço de pagamento pós-keynesianos, com foco principal sobre o modelo pioneiro de Thirlwall (1979) e desenvolvimentos posteriores incorporando fluxos de capitais como elemento de financiamento externo. A quarta seção comenta brevemente

as principais transformações financeiras nas últimas quatro décadas. A quinta parte evidencia o papel das oscilações dos fluxos de capital sobre a vulnerabilidade dos PEDs, enfatizando assimetrias dos sistemas monetários e financeiros internacionais. Por fim, a sexta seção conclui o capítulo.

2.2. ESTRUTURALISMO

A análise minskyana enfatiza um elemento fundamental das economias capitalistas, associado ao caráter endógeno das crises financeiras, como resultantes de desdobramentos que ocorrem nos próprios períodos de crescimento.

Quando a análise é transposta para o contexto de PEDs, um ponto importante a ser observado é a natureza dos problemas econômicos, que difere da realidade típica de economias avançadas. A simples adaptação de um modelo canônico, que geralmente possui como perspectiva a realidade dos países avançados, dificulta a análise sobre os problemas econômicos destes países, que vão além da taxa de acumulação de capital, e que afetam suas capacidades de desenvolvimento e de crescimento econômico sustentado. O histórico ao longo do último século de maior volatilidade de suas taxas de crescimento e histórico de frequentes processos de instabilidade, com raízes em sua vulnerabilidade externa evidencia, como comentado por Ocampo (2011), uma dominância dos balanços de pagamentos como elemento conformador de instabilidades.

Partindo de uma perspectiva heterodoxa, podem ser percebidas assimetrias estruturais em relação aos países avançados, relacionadas às suas capacidades de produção e de inovação tecnológica, ao grau de desenvolvimento e dimensão de seus sistemas financeiros e à posição de suas moedas na hierarquia do sistema monetário internacional. A visão estruturalista tem forte influência neste debate, ressaltando aspectos ligados à inserção dos PEDs no sistema econômico internacional como fonte de explicação de seu caráter subdesenvolvido e da vulnerabilidade externa decorrente, tendo como objeto principal de análise a América Latina (Prebisch, 1949; Furtado, 1961; Faynzilber, 1993).

O subdesenvolvimento não é compreendido como uma fase de transição por parte de economias atrasadas, em relação ao cumprimento de etapas necessárias a um estágio superior. Diferentemente, é tratado como uma condição de caráter particular e historicamente determinado, intimamente ligado à forma de expansão do capital

industrial a partir de meados do século XVIII em estruturas arcaicas (Furtado, 1961). Este ponto é explicitado na passagem abaixo, de Furtado (1961):

“[Há] uma nítida interdependência (...) entre a evolução da tecnologia nos países industrializados e as condições de seu desenvolvimento econômico. Essa tecnologia, na forma que se apresenta hoje, incorporada nos equipamentos industriais, resulta, portanto, de um lento processo de decantação. Nesse processo influíram, de maneira fundamental, condições específicas de algumas nações, sobretudo da Inglaterra e dos Estados Unidos, países que sob vários pontos de vista constituíram um só sistema econômico, durante a primeira metade do século XIX. Derivar um modelo abstrato do mecanismo dessas economias, em seu estágio atual, e atribuir-lhes validade universal valeria por uma reencarnação do homo economicus, em cuja psicologia rudimentar os clássicos pretenderam assentar as leis econômicas fundamentais. A dualidade óbvia que existe e se agrava, cada dia mais, entre as economias desenvolvidas e as subdesenvolvidas, exige uma formulação desse problema em termos distintos”.
(Furtado, 1961: 251)

Para Prebisch (1949), este sistema de relações conforma uma desigualdade de condições de desenvolvimento entre os países e uma situação de dependência. O autor nota que, embora os frutos do progresso técnico se distribuam de forma razoavelmente homogênea nos países industrializados, o mesmo não pode ser dito sobre os países produtores de matérias-primas. A intensificação do modelo de desenvolvimento para fora (*hacia fuera*), por parte dos países produtores de matérias-primas potencializa e consolida a divergência entre os grupos de países (Rodríguez, 1980). A condição subdesenvolvida não é fruto do isolamento econômico, mas da forma como os países estão inseridos na economia global.

Como resultado, enquanto os países centrais se caracterizam por uma estrutura produtiva homogênea e diversificada, os países periféricos são heterogêneos e especializados. Um elemento marcante destas economias é nível reduzido de vinculação entre a renda gerada pelos setores dinâmicos, ligados ao comércio exterior, e a economia doméstica. Os primeiros possuem baixo impacto sobre a absorção de mão de obra. A reserva abundante em setores de baixa produtividade contribui para a existência de um baixo nível de pressão sobre os salários, que tendem a ser determinados pelas condições locais de vida e não por sua produtividade. Este fato contribui para que a renda doméstica se concentre entre os proprietários de capital dos setores dinâmicos. Estes setores, em geral, se situam numa faixa restrita de bens primários, que possuem reduzida diversificação horizontal, complementaridade setorial ou integração vertical.

Dada a estreiteza da base produtiva, parcela substancial do consumo interno é importada.

Nos países desenvolvidos, ao contrário, o fator trabalho é relativamente escasso, o que contribui para um nível mais elevado de organização. Com isto, períodos de expansão geralmente levam a pressões de alta sobre os salários, ocasionando uma distribuição mais equitativa do excedente entre grupos sociais. Este cenário cria o incentivo para uma busca constante por inovações técnicas e métodos poupadores de mão de obra como forma de aumentar a rentabilidade das firmas. Ademais, pressões salariais em um setor possuem efeito transbordamento sobre os demais, criando um elemento dinâmico que permite a difusão do progresso técnico sobre o conjunto da economia.

Como parte deste processo, Prebisch (1949; 1951) evidencia uma tendência de longo prazo de deterioração dos termos de troca como ponto marcante da divergência entre países centrais e periféricos, que acentua a tendência de escassez de divisas e a redução de capacidade de importar por parte dos últimos. Este ponto atua como limitador ao crescimento e sujeita os países a processos de instabilidade recorrentes advindos de desequilíbrios do balanço de pagamentos, diante da redução relativa progressiva de suas receitas externas.

O diagnóstico estruturalista é ponto central para a defesa da industrialização como elemento para a redução das fontes de subdesenvolvimento, por meio da incorporação da mão de obra alocada em setores baixa produtividade e a construção de elos dinâmicos setoriais, que contribuam para aumentar a capacidade de geração e de retenção de progresso técnico. A ação deliberada do Estado, como elemento de estímulo, é percebida como essencial para o desenvolvimento, dada a magnitude da heterogeneidade estrutural prevalecente.

Entretanto, a simples mudança do eixo de desenvolvimento, em direção a um modelo voltado para dentro, pode não ser suficiente para alterar a condição heterogênea e especializada (Rodriguez, 2009; Bielchovscky, 2000).

O processo de industrialização pode acentuar a vulnerabilidade externa, caso gere requisitos adicionais de importações em setores intermediários e de bens de capital, em magnitude superior às receitas de exportações (Tavares, 2011). Alterações na estrutura produtiva podem não proceder em condições ideais, de modo que o

desequilíbrio externo é o resultado de desproporções na composição setorial da produção e nos ritmos distintos de crescimento entre setores⁶ (Tavares, 2011). O desenvolvimento da industrialização pode envolver a modificação da demanda por importações em novos setores, relacionados a bens intermediários e de produção.

De acordo com Furtado (1961), é possível que economias subdesenvolvidas desenvolvam estruturas complexas, com a presença de um setor manufaturado diversificado e capaz de produzir bens de capital para o atendimento ao crescimento doméstico, convivendo lado a lado com o setor tradicional de subsistência e atividades voltadas ao atendimento do mercado externo. Entretanto, o autor nota que a manutenção de uma lógica de substituição de importações contribui para que a demanda interna continue dependendo fundamentalmente dos rendimentos monetários gerados pelo setor exportador, e não de um processo de geração de progresso técnico e ganhos de produtividade, como nos países desenvolvidos.

De acordo com Furtado (1961), o impulso proporcionado pelas exportações nas economias periféricas possui caráter ambivalente. Períodos de alta cíclica possibilitam o encadeamento de efeitos modificadores e multiplicadores sobre a economia, mas elevam a capacidade de importação, aumentando a concorrência de produtos importados. Já os períodos de declínio proporcionam estímulos ao aumento da produção doméstica substitutiva de importações, num contexto de queda da geração de divisas e desvalorização cambial, embora prejudiquem a capacidade de importação de bens intermediários auxiliares à indústria doméstica, deslocando os investimentos para atividades com impacto reduzido sobre a estrutura produtiva.

Outro ponto se relaciona à capacidade do processo de industrialização em reverter a condição ocupacional predominante na periferia, caracterizada pela presença de desemprego estrutural e heterogeneidade da mão de obra entre os setores dinâmicos e os de baixa produtividade. Os países periféricos normalmente possuem mercados mais

⁶ Tavares (2011), tendo como referência a experiência da industrialização dos principais países da América Latina, discute que sendo o mais frequente que o processo se inicie em ramos menos elaborados do setor industrial, há a tendência de que ocorra simplesmente uma redução da composição das importações e não de seu nível, que pode inclusive se elevar. A importação de produtos finais é substituída pela importação de produtos intermediários e bens de capital, o que pode alargar as restrições a importar. Ainda, ressalta-se que sobre um alargamento da base produtiva, de modo a incorporar setores mais complexos da indústria à produção doméstica repousam dificuldades adicionais, relativas por exemplo à estreita dimensão dos mercados domésticos em comparação às escalas produtivas dos setores, e à elevada densidade de capital e tecnológica dos setores e seus reflexos sobre a capacidade de absorção de mão de obra.

estreitos e uma disponibilidade de fatores diferente dos países centrais, de modo que a incorporação exógena de progresso técnico gerado nos países avançados tende a gerar processos produtivos mais dispendiosos de seu recurso escasso (capital), subaproveitadores de seu recurso abundante (trabalho) e ineficientes, operando com capacidade ociosa⁷ (Rodriguez, 2009; Furtado, 1961; Tavares, 2011).

As limitações associadas a um processo de industrialização não coordenado justificam o papel do Estado como elemento de planejamento e de suporte ao crescimento da indústria. Neste sentido, é enfatizada a necessidade de condução deliberada do estímulo ao desenvolvimento (Rodriguez, 2009). Sua ação envolve a definição de critérios de alocação de investimentos entre os setores de exportação, industrial e de demais atividades, além de opções técnicas que maximizem o produto social. Estes critérios devem levar em conta os padrões de eficiência das diversas atividades produtivas, assim como sua economicidade em relação às atividades correspondentes nos centros. Neste sentido, envolve o enfrentamento de gargalos setoriais, por meio do balanceamento entre o desenvolvimento de novos setores e a demanda correspondente por novas importações.

A partir da década de 1980, houve um refluxo no debate sobre o desenvolvimento, sobretudo em função dos efeitos da crise da dívida externa dos países da América Latina, da perda de capacidade nos maiores países da região de orientação de políticas de longo prazo e do avanço da ortodoxia econômica e de propostas de reformas de cunho liberalizantes, apoiados por organismos multilaterais e pelo governo dos EUA, que ficaram conhecidas como Consenso de Washington (Bielchowsky, 2000).

O arcabouço neoestruturalista surgiu como um contraponto à predominância da ortodoxia no debate econômico. Representou uma busca por renovar o debate estruturalista, por meio da condução de uma autocrítica em relação a deficiências, porém mantendo a ênfase no caráter estrutural e endógeno da condição subdesenvolvida, integrante da abordagem original (Faynzilber, 1993; French-Davis,

⁷ De acordo com Tavares (2011), a possibilidade de introdução de técnicas com reduzida densidade de capital em comparação ao que foi adotado nos países da América Latina, sobretudo no período do pós-Segunda Guerra Mundial, era meramente teórica. Alguns fatores que segundo a autora explicariam este fato são a forma como se procederam incentivos para a incorporação de bens de capital, e a elevada participação de investimentos diretos estrangeiros, que em grande parte eram conjugados com técnicas utilizadas em suas matrizes das empresas multinacionais.

1988; Sunkel e Zuleta, 1990). Dois pontos foram relevantes: a ênfase no progresso técnico e em mecanismos que propiciam sua geração endógena como elemento de superação de assimetrias; e o reconhecimento sobre a necessidade de políticas visando ao ajuste macroeconômico, num cenário de maior liberalização e abertura econômica e financeira.

De acordo com Ffrench-Davis (1988), a redução de influência do estruturalismo tradicional em parte pode ser atribuída a insuficiências no plano da instrumentação. Teria havido limitada preocupação com o manejo de variáveis macroeconômicas de curto prazo, com destaque para o espaço secundário atribuído às margens de manobra fiscal e monetária. De acordo com o autor, o neoestruturalismo busca incorporar uma preocupação sistemática com o desenho de políticas econômicas, como a coordenação do curto com o longo prazo, e entre os setores público e privado, construção de estruturas produtivas e de gestão com proporcionem maior equidade, e a consideração de políticas e estratégias visando a maior grau de autonomia nacional.

De acordo Sunkel e Zuleta (1990), as estratégias de crescimento na América Latina até o final da década de 1970 teriam privilegiado essencialmente políticas de sustentação dos níveis de demanda e integração dos mercados internos, com pouca ênfase em elementos tipicamente *schumpeterianos*, que visassem à eficiência produtiva e ao estímulo às inovações e ao aprendizado tecnológico. De acordo com os autores, a forma como foram introduzidos mecanismos de proteção aos mercados teria contribuído para um comportamento rentista por parte da classe empresarial. Os autores propõem mecanismos endógenos de transformação tecnológica voltada ao desenvolvimento, por meio do aperfeiçoamento de infraestrutura científica e tecnológica, de modo articulado com os setores produtivos, e da criação de vantagens comparativas em setores estratégicos e de vanguarda nos mercados externos.

Outro aspecto compreendido como relevante é a necessidade de preservação do equilíbrio macroeconômico das economias como condição necessária para a sustentação do processo de desenvolvimento (Sunkel e Zuleta, 1990). A redução da vulnerabilidade externa, representada pelas transferências decorrentes dos serviços das dívidas, é um ponto essencial. Do ponto de vista da política doméstica, há a defesa do controle das contas públicas, e da condução de expectativas, mediante adequado manejo de preços e receitas tributárias, que minimizem os efeitos recessivos derivados de posturas fiscais mais disciplinadas, e que estimulem a produção para os setores *tradeables*.

Na mesma direção, Fainzylber (1993) enfatiza a capacidade de geração endógena de progresso técnico como fundamental para o alcance de desenvolvimento com equidade. Para o autor, a especificidade da América Latina não está no processo de substituição de importações, mas na forma como se procedeu sua industrialização. Na América Latina, a liderança nos setores dinâmicos coube às multinacionais, com foco de atuação voltado ao mercado interno. O Estado teve um papel mais proeminente nos setores de infraestrutura, e o setor privado em setores de menor dinamismo. Diferentemente, em outras regiões do globo que obtiveram maior sucesso em termos de crescimento e equidade, o setor público assumiu um papel mais ativo, atuando em conjunto com o setor privado doméstico, tendo as empresas estrangeiras uma atuação complementar. Isto teria contribuído para que a ação inovadora do empreendedor ocupasse uma valorização social baixa nos países da América Latina, em detrimento do tema da propriedade. A valorização social e a capacidade criativa do empresário são tidas como condição primordial para a superação de uma “modernidade de fachada”.

Em suma, o enfoque estruturalista descreve as relações econômicas entre os países centrais e em desenvolvimento a partir de uma relação de interdependência, porém assimétrica. A diferença entre as estruturas produtivas dos dois blocos de países e a capacidade diferenciada de geração endógena de progresso técnico são elementos-chave que explicam esta relação, que resulta numa acentuação do *gap* nos níveis de renda, na perpetuação da heterogeneidade estrutural e na vulnerabilidade externa recorrente.

2.3. LEI DE THIRLWALL E RESTRIÇÕES DE BALANÇO DE PAGAMENTOS

A literatura de inspiração keynesiana de crescimento econômico com restrições de balanços de pagamentos traz contribuições importantes à evidência de como diferenciais na estrutura produtiva e no padrão de consumo atuam como limitações de longo prazo ao crescimento econômico, podendo atuar como fontes de instabilidade. Neste sentido, é seminal a contribuição de Thirlwall (1979). Partindo de um modelo simplificado para uma economia aberta, em que o núcleo econômico dinâmico é representado pelo comércio exterior, o autor determina um nível de crescimento da renda ótimo, relacionado com uma condição de equilíbrio de conta-corrente.

O modelo de Thirlwall (1979) inspirou desenvolvimento de uma rica linha de pesquisa, como pode ser observado por diversos trabalhos posteriores, com vistas à derivação do trabalho original e a trazer *insights* sobre condições de crescimento com estabilidade externa de uma economia, por meio, por exemplo, de interligações com elementos relativos à dinâmica de preços e à estrutura produtiva de uma economia, e da incorporação de conceitos ampliados de equilíbrio de balanços de pagamentos. Uma avaliação interessante sobre os diversos trabalhos dessa linha de pesquisa pode ser observada em Thirlwall (2011).

Um ponto de destaque, sobretudo no contexto de PEDs, é a possibilidade de construção de pontes entre os modelos pós-keynesianos de crescimento e a teoria estruturalista. A argumentação em torno das limitações de crescimento equilibrado em termos das elasticidades-renda remete a elementos estruturais das economias, tanto do lado da demanda, quanto da estrutura produtiva, o que permite sua relação com uma discussão sobre padrões de desenvolvimento.

Adicionalmente, é possível a conexão com o arcabouço pós-keynesiano sobre instabilidade financeira, como a hipótese de fragilidade financeira de Minsky (1986). A consideração de que há limites para o crescimento equilibrado de conta-corrente evidencia a possibilidade de conformação de estruturas financeiras tipicamente especulativas de um país em relação ao resto do mundo, a partir do ponto em que o nível considerado sustentável é superado. Componentes cíclicos e estruturais atuam como elemento de auto-reforço, influenciando as condições de fragilidade externa de uma economia.

Na sequência, é feita uma breve descrição do modelo de Thirlwall (1979), e trabalhos posteriores selecionados, que embora mantenham a essência analítica do trabalho original, incorporam aspectos do lado do financiamento na restrição de equilíbrio de balanço de pagamentos.

2.3.1. Modelo de Thirlwall (1979)

De modo sintetizado, o modelo de Thirlwall (1979) corresponde a uma análise das condições de crescimento sustentável de uma economia aberta, numa perspectiva de longo prazo, dentro de um contexto de equilíbrio de balanço de pagamentos, tendo como base sua estrutura de comércio exterior.

A premissa do modelo é uma economia aberta, que produz um bem de exportação (EX) e consome produtos importados do exterior (IM). As características da economia internacional são exógenas, de modo que a renda externa (Z) é dada e não influenciada por oscilações do nível de dinamismo doméstico.

As condições de equilíbrio do balanço de pagamentos são dadas de modo simplificado pelo desempenho comercial. São abstraídos da análise outros componentes do saldo de transações correntes, como as rendas de juros e lucros, ou transferências unilaterais. Adicionalmente, como a condição de equilíbrio implica no saldo de transações correntes neutro, não são levados em consideração elementos relativos ao financiamento dos *deficits*. Do ponto de vista de um modelo de longo prazo, esta condição de equilíbrio implica que eventuais *deficits* ou *superavits* a cada período tendem a ser compensados ao longo do tempo, sem que se manifestem de modo recorrente. A condição de equilíbrio de balanço de pagamentos é ilustrada na expressão (2.1):

$$CC = EX \cdot P_d - IM \cdot FX \cdot P_f = 0 \quad (2.1)$$

Onde CC corresponde ao saldo de conta-corrente; EX ao volume de exportações; IM ao volume de importações; P_d aos preços dos bens exportados em moeda nacional; P_f aos preços dos bens importados em moeda estrangeira; FX à taxa nominal de câmbio, compreendida como unidades da moeda nacional em termos da moeda estrangeira.

O desempenho das exportações e das importações depende de condições de demanda doméstica e do exterior. As exportações dependem positivamente da renda externa (Z), e da taxa de câmbio real ($FX \cdot \frac{P_f}{P_d}$). As importações dependem positivamente da renda doméstica (Y) e negativamente da taxa de câmbio real. As expressões (2.2) e (2.3) ilustram o argumento:

$$EX = [P_d / (FX \cdot P_f)]^\gamma \cdot Z^\varepsilon \quad (\gamma < 0; \varepsilon > 0) \quad (2.2)$$

$$IM = [(FX \cdot P_f) / P_d]^\eta \cdot Y^\pi \quad (\eta < 0; \pi > 0) \quad (2.3)$$

Onde γ corresponde à elasticidade-preço da demanda por exportações, ε à elasticidade-renda da demanda por exportações, η à elasticidade-preço da demanda por importações, π à elasticidade-renda da demanda por importações.

Linearizando (2.1) a (2.3), derivando em relação ao tempo, e substituindo (2.2) e (2.3) em (2.1), a taxa de crescimento ótima da renda (y^*) é evidenciada na expressão (2.4) abaixo, onde letras minúsculas representam variação percentual de um período a outro:

$$y_T = \frac{(p_d - p_f - fx) \cdot (1 + \gamma + \eta) + z \cdot \varepsilon}{\pi} \quad (2.4)$$

A expressão (2.4) ilustra a existência de fatores limitantes à trajetória sustentável de crescimento da renda, considerando a restrição de equilíbrio de balanço de pagamentos. Como discutido por McCombie e Thirlwall (1994), podem ser feitas algumas considerações:

- i) Se a condição de Marshall-Lerner é satisfeita, ou seja, $(|\gamma + \eta| > 1)$, uma apreciação real da taxa de câmbio, decorrente do aumento relativo dos preços dos produtos de exportação ($p_d - p_f > 0$), da apreciação de taxa nominal de câmbio ($fx < 0$), ou de uma combinação de ambos, resulta em efeitos negativos sobre a taxa de crescimento de equilíbrio (y^*). Como a análise é feita sobre taxas de variação, o efeito de mudanças somente é permanente caso se opere de modo contínuo, e não seja um evento único (*once-for-all*);
- ii) caso $|\gamma + \eta| < 1$, os efeitos sobre a renda são efetivados de modo oposto ao descrito em i);
- iii) a taxa de crescimento de equilíbrio depende positivamente do dinamismo externo, expresso por z , de acordo com a taxa de elasticidade-renda das exportações, ε . Para Thirlwall (2011), a elasticidade pode ser compreendida como um elemento estrutural, que depende de fatores ligados à estrutura produtiva do país;
- iv) a taxa de crescimento depende negativamente do apetite a importações do país, expresso por π . Da mesma forma que a elasticidade das exportações, é um componente estrutural, que depende do perfil de demanda e da estrutura produtiva do país.

Supondo que no longo prazo prevaleça a paridade do poder de compra, de modo que $(p_d - p_f - e = 0)$, a expressão (2.4) pode ser simplificada, como abaixo:

$$y_T^* = \frac{z \cdot \varepsilon}{\pi} \quad (2.5)$$

A expressão (2.5) expressa uma relação objetiva entre o potencial da renda doméstica e as elasticidades-renda da demanda das exportações e das importações ($y/z = \varepsilon/\pi$). A manutenção de taxas de crescimento superiores a y_T implicam na geração de *deficits* externos, exigindo financiamento externo. Sua manutenção por períodos sucessivos pode resultar em desequilíbrios externos, ocasionando crises de balanços de pagamentos.

Pode ser percebido neste argumento similaridade com a visão estruturalista, como apontado por McCombie e Thirlwall (1994). Prebisch (1951) discute a existência de um diferencial entre as elasticidades-renda da exportação de bens primários, produzidos por PEDs, e de produtos industrializados, produzidos por países avançados, que tenderiam a ser menores no primeiro caso. Considerando que existe um diferencial entre as elasticidades-renda do modo como exposto por Prebisch (1951), os PEDs tendem a apresentar taxas de crescimento de equilíbrio inferiores aos avançados.

2.3.2. Thirlwall e Hussain (1982).

O modelo de Thirlwall e Hussain (1982) segue a estrutura desenvolvida por Thirlwall (1979). Entretanto, os autores alteram a premissa básica, associada ao equilíbrio de conta-corrente, apresentado na expressão (2.1). Esta hipótese é relaxada, admitindo a possibilidade de saldos não nulos de conta-corrente, financiados por fluxos de capital externos.

De acordo com os autores, os PEDs frequentemente seriam capazes de desenvolver dinâmicas de conta-corrente deficitárias financiados por fluxos externos de capitais, permitindo obter taxas de crescimento superiores a uma situação de equilíbrio corrente. A capacidade de atração de fluxos de capital seria o fator limitante em última instância do crescimento deste grupo de países (Thirlwall e Hussain, 1982:500-1). O modelo de equilíbrio de balanço de pagamentos é apresentado da seguinte forma:

$$EX.P_d + F - IM.FX.P_f = 0 \quad (2.1a)$$

Onde F corresponde ao montante de fluxo de capitais. Em termos de variação no tempo, (2.1a) pode ser expressa como abaixo:

$$\theta.ex + (1 - \theta).f - im + (fx - p_f - \theta p_d) = 0 \quad (2.1b)$$

Onde: $\theta = P_d \cdot X / (P_d \cdot X + F)$ corresponde à representatividade das exportações no total de fluxos de receitas externas, e da mesma forma que no modelo anterior, letras minúsculas indicam variação percentual entre períodos.

Substituindo (2.2) e (2.3) em (2.1b), a expressão para o produto potencial passa a ser a seguinte:

$$y_{HT} = \frac{(p_d - \gamma p_f - fx) \cdot (1 + \gamma + \eta) + \theta z \cdot \varepsilon + (1 - \theta) \cdot (f - p_d)}{\pi} \quad (2.6)$$

Considerando a prevalência da paridade do poder de compra da moeda no longo prazo:

$$y_{HT}^* = \frac{\theta z \cdot \varepsilon + (1 - \theta) \cdot (f - p_d)}{\pi} \quad (2.7)$$

A expressão (2.7) ilustra que os fluxos externos de capital cumprem um papel de preenchimento da lacuna de receitas causada pelo *deficit* de conta-corrente, permitindo que a taxa de crescimento de equilíbrio seja compatível com o nível corrente de importações.

A ausência de fontes de financiamento externo exige por parte da economia um esforço de ajuste das importações, e conseqüentemente do nível de renda, com vistas a reequilibrar o saldo de conta-corrente. Dada uma situação inicial deficitária em conta-corrente e fluxos de capital nulos, a renda evidenciada em (2.8), é claramente inferior ao nível de equilíbrio de (2.5), em $(1 - \theta) \cdot (x + p_d)$.

$$y_{df}^* = \frac{\theta z \cdot \varepsilon - (1 - \theta) \cdot p_d}{\pi} \quad (2.8)$$

Neste sentido, o modelo de Thirlwall e Hussain (1982) percebe um papel positivo dos fluxos de capital, possibilitando um aumento da taxa de crescimento de equilíbrio. Há a suposição de que as fontes externas de financiamento se mantenham numa proporção relativamente estável das importações ao longo do tempo, permitindo preencher a brecha do saldo de conta-corrente. Sua insuficiência demanda ajustes no dinamismo econômico, em níveis compatíveis com uma situação de equilíbrio de conta-corrente.

A despeito do reconhecimento de que economias podem apresentar durante períodos continuados situações externas deficitárias, financiadas por capital externo, para Thirlwall e Hussain (1982) não há limites ao endividamento que possam afetar sua

condição de sustentabilidade externa. Episódios múltiplos de crises financeiras em PEDs, desde a década de 1980, causados por dificuldades de lidar com elevados níveis de endividamento e necessidades de pagamento são um ponto que contribuem para sua contestação. Este ponto é suscitado por Moreno-Brid (1999), que argumenta que o modelo contém uma deficiência importante, relacionada a uma não preocupação em relação à acumulação de endividamento externo.

2.3.3. Moreno-Brid (1999)

Moreno-Brid (1999) adota uma extensão do modelo de Thirlwall e Hussain (1982), incorporando como hipótese uma trajetória constante do *deficit* de corrente em relação ao PIB. O *gap* entre importações e exportações é financiado por fluxos de capital externos, equilibrando o balanço de pagamentos. O propósito do modelo, segundo o autor, é encontrar uma taxa de crescimento de equilíbrio que não gere trajetórias explosivas do *deficit* externo e da dívida externa.

O equilíbrio de balanço de pagamentos é avaliado como proporção PIB. Como simplificação, considera que a taxa de câmbio nominal é estável ($fx = 0$), de modo que a variação dos termos de troca depende do diferencial entre os preços domésticos e externos, como na expressão (2.9):

$$\frac{CC}{Pd.Y} = \frac{IM.P_f - EX.P_d}{P_d.Y} \quad (2.9)$$

Calculando o diferencial dos dois lados da expressão (2.9), lembrando que $\frac{CC}{Pd.Y}$ deve ser estável:

$$0 = \frac{IM.P_f - EX.P_d}{P_d.Y} \cdot [\mu \cdot im - \mu \cdot (p_d - p_f) - (\mu - 1) \cdot ex - y] \quad (2.10)$$

Onde:

$$\mu = \frac{IM.P_f}{IM.P_f - EX.P_d} = \frac{1}{1 - \theta} \quad (2.11)$$

O comportamento das exportações e importações é semelhante ao do modelo clássico de Thirlwall (1979), modificado apenas pela simplificação de que $fx = 0$. Sua representação, em termos de variação percentual, é exposta em (2.2a) e (2.3a) respectivamente:

$$ex = (p_d - p_f) \cdot \gamma + z \cdot \varepsilon \quad (2.2a)$$

$$im = (p_f - p_d) \cdot \eta + y \cdot \pi \quad (2.3a)$$

Considerando uma situação inicial em que o saldo de conta-corrente é diferente de zero, substituindo (2.2a), (2.3a) e (2.11) em (2.10), o nível ótimo de variação de renda pode ser expresso conforme a expressão (2.12):

$$y_{MB} = \frac{\theta \cdot z \cdot \varepsilon + (p_d - p_f) \cdot (1 + \eta + \theta \gamma)}{\pi - (1 - \theta)} \quad (2.12)$$

Com paridade do poder de compra no longo prazo ($p_d - p_f = 0$), a expressão (12) pode ser simplificada em termos das elasticidades-renda, como abaixo:

$$y_{MB}^* = \frac{\theta \cdot z \cdot \varepsilon}{\pi - (1 - \theta)} \quad (2.13)$$

Por suposição, $\pi - (1 - \theta) \neq 0$. Os resultados em (2.12) e (2.13) evidenciam uma taxa ótima de crescimento que permite um desempenho estável da conta-corrente e do nível de endividamento em relação ao PIB. A partir deste resultado, o modelo de Thirlwall e Hussain (1982)⁸ pode ser visto como um caso especial em que $f = y$.

A incorporação de níveis máximos de endividamento e o *deficit* em conta-corrente no modelo de apresentado por Moreno-Brid (1999) pode ser considerada uma evolução em relação ao modelo de Thirlwall e Hussain (1982), à medida que reconhece a existência de limites à capacidade de financiamento externo das economias, sobretudo as consideradas emergentes e com menor grau de conversibilidade da moeda, ponto discutido, por exemplo, por Prates (2004) e Eichengreen, Hausmann e Pannizza (2002).

Um ponto, porém, ainda fica ausente do modelo, relacionado à incorporação dos encargos de juros sobre o estoque preexistente da dívida. O aumento do serviço da dívida externa em um país tipicamente deficitário em conta-corrente pode ser considerado um gargalo relevante para países devedores externos líquidos, à medida que

⁸ Moreno-Brid (1999) compara os resultados alcançados em (2.12) e em (2.7) em termos dos multiplicadores aplicados sobre a renda externa, tal que $(\frac{\partial z}{\partial y_{MB}}) / (\frac{\partial z}{\partial y_{HT}}) = \pi / [\pi - (1 - \theta)]$. O efeito da renda externa sobre ambos os modelos depende das grandezas de π e de θ . Supondo que a economia seja superavitária, $\theta > 1$, o multiplicador é maior em (2.7). No caso de *deficit* em conta-corrente, há duas possibilidades: se $\pi > 1 - \theta$, o multiplicador é maior em (2.12); se $\pi < (1 - \theta)$, implica numa correlação negativa entre a taxa crescimento externa e a renda doméstica de equilíbrio, gerando um resultado em confronto com a evidência empírica, o que invalida tal hipótese dentro do modelo.

gera necessidades de rolagem de obrigações, podendo contribuir para a conformação de dinâmicas *Ponzi*, numa interpretação cíclica, como realizada por Minsky (1986).

2.3.4. Moreno-Brid (2003)

Moreno-Brid (2003) estende o artigo de 1999, adicionando como elemento de restrição externa o serviço de taxas de juros pago ao exterior, decorrente do saldo pretérito de dívida externa. Partindo de uma situação de desequilíbrio, a restrição externa decorre da necessidade de manutenção de uma trajetória estável do saldo de conta-corrente, do endividamento externo total e do comprometimento financeiro anual. O equilíbrio de balanço de pagamentos pode ser expressado por (2.14):

$$\theta_1 \cdot (ex + p_d) - \theta_2 \cdot (sj + p_d) + (1 + \theta_1 - \theta_2) \cdot (f + p_d) - im + (fx - p_f) = 0 \quad (2.14)$$

Onde $\theta_1 = \frac{P_d \cdot EX}{P_f \cdot IM}$; $\theta_2 = \frac{P_d \cdot SJ}{P_f \cdot IM}$ e *SJ* corresponde ao montante pago ao exterior de juros, relativo ao serviço da dívida externa pretérita. Da mesma forma que os modelos anteriores nesta seção, letras minúsculas indicam variação percentual.

As funções de demanda por exportações e por importações possuem o mesmo formato que os demais modelos, representado pelas expressões (2.2) e (2.3).

Substituindo (2.2) e (2.3) em (2.14), a renda de equilíbrio é expressa por (2.15). Na prevalência da paridade do poder de compra no longo prazo, pode ser expressa por (2.16):

$$y_{MB2}^* = \frac{\theta \cdot z \cdot \varepsilon - \theta_2 \cdot sj + (p_d - p_f) \cdot (1 + \eta + \theta \gamma)}{\pi - (1 - \theta_1 + \theta_2)} \quad (2.15)$$

$$y_{MB2}^* = \frac{\theta \cdot z \cdot \varepsilon - \theta_2 \cdot sj}{\pi - (1 - \theta_1 + \theta_2)} \quad (2.16)$$

As expressões (2.17) e (2.18) evidenciam o serviço sobre a dívida externa como um limite adicional sobre o crescimento da renda no longo prazo, reduzindo o nível potencial compatível com o equilíbrio de balanço de pagamentos.

2.3.5. Barbosa-Filho (2001)

De modo semelhante ao desenvolvido por Moreno-Brid (1999) e Moreno-Brid (2003), Barbosa-Filho (2001) considera um cenário em que o país apresenta desequilíbrio de conta-corrente. Um ponto relevante no trabalho é a incorporação do serviço financeiro como um elemento que importa para a evolução da sustentabilidade

externa do país. Num contexto de mercados financeiros incompletos e no qual economias pequenas possuem restrições externas de liquidez, há a demanda por parte das autoridades econômicas em administrar suas taxas de crescimento e de câmbio, com vistas a evitar processos de fragilidade externa.

Barbosa-Filho crítica as especificações de Moreno-Brid (1999). Segundo o autor, a condição de estabilidade da conta-corrente utilizada como condição de manutenção da relação dívida-PIB no modelo de Moreno-Brid (1999) é condição necessária, mas não suficiente para uma trajetória estável do endividamento externo. A manutenção do saldo de conta-corrente estável implica que $d\theta/dt = 0$. Considerando que $\theta = \frac{P_d.EX}{P_f.IM}$, e seguindo as definições em (2.2a), (2.3a) e (2.12) tem-se que:

$$\frac{d\theta}{dt} = \theta \cdot \left\{ (p_d - p_f) \cdot \frac{[(1+\eta+\gamma).(\pi+\theta-1)-1+\eta+\theta\gamma]}{\pi+\theta-1} + \frac{z.\varepsilon.(\pi-1).(1-\theta)}{\pi+\theta-1} \right\} = 0 \quad (2.17)$$

Num cenário em que $p_d - p_f = 0$, a expressão (2.17) prevalece somente nos casos especiais em que π ou que o valor inicial de θ sejam iguais à unidade. De acordo com Barbosa-Filho (2001), o modelo de Moreno-Brid representa um caso especial restrição externa com balanço de pagamentos com desequilíbrio de conta-corrente.

Para Barbosa-Filho (2001), a sustentabilidade de uma situação de balanço de pagamentos em desequilíbrio depende de uma dinâmica não explosiva de dívida externa. O autor avalia as combinações de taxa de câmbio real e de crescimento econômico, compatíveis com uma estabilidade dos níveis de exportação e de importação em relação ao PIB, como expresso em (18) e (19) respectivamente:

$$\frac{\partial \left(\frac{P_d.EX}{P_d.Y} \right)}{\partial t} - \frac{P_d.EX}{P_d.Y} \cdot (ex - y) = 0 \quad (2.18)$$

$$\frac{\partial \left(\frac{P_f.FX.IM}{P_d.Y} \right)}{\partial t} - \frac{P_f.FX.IM}{P_d.Y} \cdot (p_f + fx - p_d + im - y) = 0 \quad (2.19)$$

Substituindo ex e im pelas variações de (2.2) e (2.3), respectivamente, tem-se as seguintes expressões em termos de $\widehat{fx} = fx + p_f - p_d$ e de y :

$$y_{BF} = z \cdot \frac{(\eta - \varepsilon)}{\gamma - \gamma.\pi + \eta - 1} \quad (2.20)$$

$$\widehat{fx} = z \cdot \frac{\varepsilon(\pi - 1)}{\gamma - \gamma.\pi + \eta - 1} \quad (2.21)$$

Considerando que o governo seja capaz de controlar y_b e $\widehat{f\bar{x}}$, as expressões (2.20) e (2.21) definem regras de política macroeconômica, consistentes com suas características estruturais de balanço de pagamentos. De acordo com Barbosa-Filho (2001), estes resultados devem ser observados como metas de curto prazo, pois não informam para quais níveis de exportações e importações a trajetória do endividamento é estável. Para tanto, é necessária uma análise de sustentabilidade do endividamento externo. Em relação ao PIB, o equilíbrio do balanço de pagamentos pode ser expresso em (2.22):

$$\frac{P_d.EX}{P_d.Y} - \frac{FX.P_f.IM}{P_d.Y} - (i_f + \sigma) \cdot \frac{FX.XD}{P_d.Y} + \frac{FX.\Delta XD}{P_d.Y} = 0 \quad (2.22)$$

Onde i_f corresponde à taxa de juros externa, σ é o prêmio de risco da dívida do país em moeda estrangeira, XD é o montante da dívida em moeda estrangeira, ΔXD corresponde ao fluxo de novo endividamento em moeda estrangeira, que corresponde aos fluxos de capitais no período. A variação da dívida pode ser expressa em (2.23):

$$\frac{d\left(\frac{FX.XD}{P_d.Y}\right)}{dt} = \frac{FX.XD}{P_d.Y} \cdot (i_f + \sigma + \widehat{f\bar{x}} - p_d - y) - \frac{P_d.EX}{P_d.Y} + \frac{FX.P_f.IM}{P_d.Y} \quad (2.23)$$

Substituindo os resultados de (2.20) e (2.21) em (2.23), a condição de equilíbrio para a dívida externa em relação ao PIB, assumindo que não haja uma trajetória explosiva, pode ser expressa em (2.24):

$$\frac{P.EX}{Y} - \frac{E.P.IM}{Y} \geq \frac{XD}{Y} \cdot \left(i_f + \sigma - p_f - z \cdot \varepsilon \cdot \frac{(\pi - \eta)}{\gamma - \gamma \cdot \pi + \eta - 1} \right) \quad (2.24)$$

A expressão (2.24) implica que, dados parâmetros estruturais de comércio exterior, os níveis de exportações e importações compatíveis com uma posição externa sustentável dependem do prêmio de risco do país (σ), das taxas de juros reais do exterior ($i_f - p_f$) e do dinamismo da economia internacional (z). Por sua vez, a manutenção das exportações e importações nos níveis dados por (24) dependem do gerenciamento de y e de $\widehat{f\bar{x}}$ por parte dos *policy-makers*.

2.3.6. Comentários finais

Esta seção buscou ilustrar, de modo sintético, os modelos de crescimento pós-keynesianos com restrição externa de balanço de pagamentos, em especial a contribuição pioneira de Thirlwall (1979) e de modelos subsequentes que, na mesma

tradição, incorporam o fluxo de capitais como elemento de financiamento de posições deficitárias externas.

O modelo de Thirlwall (1979), embora relativamente simples, traz conclusões interessantes sobre como divergências entre países em suas estruturas de comércio exterior, em relação a elasticidades-renda e câmbio de suas exportações e importações, resultam em limites ao crescimento econômico de uma economia aberta, em consonância com a manutenção de uma posição equilibrada de conta-corrente no longo prazo.

Supondo uma condição de estabilidade da taxa real de câmbio, países com elasticidade-renda das importações superior à elasticidade-renda das exportações tendem a apresentar taxas de crescimento de equilíbrio da renda inferiores às da economia global, na mesma razão que a divergência entre as elasticidades. Tentativas de obter níveis de dinamismo superior ao nível ótimo por períodos sucessivos resultam em *deficits* de conta-corrente e na necessidade de financiamento externo.

Embora estes modelos partam de um enfoque baseado em condições de demanda, em relação à absorção de produtos domésticos pelo resto do mundo em função da renda externa, e de produtos domésticos conforme a renda doméstica, são influenciados também por aspectos ligados ao lado da oferta. A elasticidade-renda das exportações possui relação direta com os tipos de produto *tradeables* que o país produz e o nível de atratividade que possuem para os agentes não residentes. A elasticidade-renda das importações também pode ser associada com a capacidade da estrutura produtiva do país em atender à demanda dos residentes e sua dependência de importações.

Um ponto relevante desta linha de pesquisa é a observação de que o tipo de estrutura produtiva de um país é ponto essencial determinante do potencial de crescimento de longo prazo e de conformação de instabilidades de balanços de pagamento. Este fato pode ser considerado importante, em especial, para países produtores de matérias-primas e bens com baixo teor tecnológico, categoria sobre a qual tradicionalmente se concentram os PEDs. A argumentação a respeito da importância de obstáculos ao desenvolvimento relacionados ao modo de inserção no comércio internacional é um elemento que tem sido enfatizado pela visão estruturalista, sobretudo por autores da Cepal. Prebisch (1949) evidencia a existência de uma relação assimétrica

e, ao mesmo tempo, interdependente entre os países produtores de matéria-prima da América Latina (periféricos) e os países industrializados (centrais), que resulta em menor capacidade por parte dos primeiros em gerar e reter o progresso técnico, derivado da maior dificuldade dos setores domésticos em defender sua renda ao longo dos diferentes estágios cíclicos.

Adicionalmente, Prebisch (1951) enfatiza que o diferencial entre as elasticidades-renda das exportações de bens primários e manufaturados contribuem para uma tendência de deterioração dos termos de troca ao longo do tempo, que pode ser guiada tanto por fatores de demanda quanto de oferta. Estes elementos geram empecilhos à convergência de renda entre os dois grupos de países, e favorecem que os países periféricos apresentem maior suscetibilidade a desequilíbrios de balanços de pagamentos.

A incorporação dos fluxos de capitais como instrumentos para o financiamento de posições externas deficitárias é um avanço de trabalhos subsequentes a Thirlwall. Thirlwall e Hussain (1982) comentam que a capacidade de financiar posições externas deficitárias contribui para alargar as possibilidades de crescimento econômico em comparação a uma situação de equilíbrio, fato que seria relevante sobretudo para PEDs. Contudo, o acesso a fontes externas de financiamento também contribui para a elevação do endividamento externo e a suscetibilidade a desequilíbrios de balanços de pagamentos.

É de se notar que a sustentabilidade de posições devedoras é contingente à percepção dos agentes financiadores externos quanto à capacidade dos países em honrar compromissos externos, motivo pelo qual a manutenção de indicadores dinamicamente estáveis de *deficits* e de dívida são relevantes. Esta preocupação pode ser verificada nos modelos apresentados por Moreno-Brid (1999; 2003) e por Barbosa-Filho (2001), que enfatizam a necessidade de manutenção de taxas de crescimento compatíveis com uma relação dívida/PIB não explosiva.

Um ponto a se ressaltar em relação aos modelos de crescimento é que estes avaliam a relação entre crescimento e equilíbrio externo a partir de uma perspectiva de longo prazo, dadas características estruturais das economias. Há a preocupação com a manutenção de desempenho econômico doméstico e externo que seja compatível com

uma determinada relação de endividamento considerada estável ou adequada dentro de parâmetros vigentes.

A análise da evolução cíclica das economias adiciona um elemento, relacionado ao papel que as expectativas cumprem em relação à oscilação dos níveis de endividamento considerados aceitáveis ao longo do tempo. Períodos de otimismo continuado podem contribuir para que agentes financeiros externos, setores privados domésticos e *policy-makers* tornem-se menos relutantes em aceitar condições de endividamento superiores, dentro de uma trajetória esperada de crescimento econômico, respaldada pelo desempenho recente. Da mesma forma, fases de contração cíclica podem ocasionar revisão abrupta das expectativas, com menor aquiescência por parte dos credores externos em relação aos índices vigentes de dívida, ainda que em patamares estáveis, forçando a ajustes deflacionários.

O modelo de Barbosa-Filho (2001), neste sentido, é interessante ao incorporar fatores que podem se alterar no curto prazo ou que estão sujeitos a uma esfera de decisões exógena ao país, como é o caso das taxas de juros externas (i_X) e do *spread* de riscos do país (σ). Deste modo, permite a evidência de efeitos de variações abruptas das condições financeiras externas sobre o potencial de crescimento de uma economia aberta, e dos esforços procíclicos de política macroeconômica enfrentados pelos *policy-makers*.

Em resumo, os modelos pós-keynesianos de crescimento trazem *insights* importantes sobre elementos estruturais a economias abertas que limitam a taxa de crescimento compatível com equilíbrio externo. Este ponto tende a ser relevante, sobretudo, para economias em desenvolvimento exportadoras de matérias-primas ou bens com menor conteúdo tecnológico, que tendem a possuir níveis de elasticidade-renda inferiores a países exportadores de produtos industriais. A conjugação desta avaliação com fatores natureza cíclica resulta na percepção de que a taxa de crescimento percebida como compatível com o equilíbrio externo tende a variar conforme a relação dívida/PIB convencionalmente tolerada.

Este fenômeno gera um desafio adicional aos *policy-makers*, requerendo uma postura menos reativa aos ciclos, de modo a evitar o relaxamento das condições de equilíbrio externo nas fases de crescimento e o aumento dos custos de ajuste períodos de pessimismo.

2.4. TRANSFORMAÇÕES ECONÔMICAS E INSTABILIDADE FINANCEIRA

O arcabouço de Minsky (1986) contempla um ambiente econômico onde as relações financeiras entre as unidades econômicas são efetivadas no âmbito da economia doméstica. Adicionalmente, os processos de acumulação de capital correspondem aos rendimentos gerados pelos ativos de capital ao longo de sua vida útil. As relações financeiras são guiadas pelos objetivos de acumulação por meio da esfera de produção. Embora possa se considerar que um ambiente em que processos de valorização se relacionam à acumulação financeira como um fim em si mesmo mantenha na essência os argumentos expostos por Minsky (1986), amplifica e torna mais complexos os encadeamentos relacionados à evolução da estrutura financeira das unidades econômicas.

2.4.1. Transformações financeiras e financeirização

Ao longo das últimas décadas, o sistema econômico tem apresentado profundas transformações, cujo marco inicial pode ser colocado como o colapso do regime monetário de Bretton Woods, no início da década de 1970. Houve a passagem de um sistema econômico regulado, com controles de capitais de curto prazo e paridades fixas das principais moedas em relação ao dólar, lastreado em ouro, para outro caracterizado por economias crescentemente desreguladas, com liberdade de fluxos externos de capital, taxas de câmbio flutuantes e um papel eminentemente fiduciário por parte do dólar (Braga e Cintra, 2004; Serrano, 2004).

Com o fim do padrão de Bretton Woods, houve um crescimento da volatilidade das taxas de câmbio das principais moedas (Tabela 1) e das operações especulativas nos mercados de moedas. Esta mudança foi favorecida pelo aumento progressivo da importância dos mercados de moedas desregulamentados e pelo cenário econômico turbulento no início da década de 1970, com destaque para os choques do preço do petróleo e a elevação da inflação nos países avançados. Como resultado, houve um crescimento da instabilidade nos sistemas de pagamento internacionais (BIS, 2004).

Tabela 1: Volatilidade cambial das principais moedas dos países avançados em relação ao dólar, por períodos (em percentual anual).

	dez/1964 a jul/1971	ago/71 a dez/79	jan/1980 a dez/1989	jan/1990 a dez/1998	jan/1999 a dez/2007	jan/2008 a dez/2016
Austrália	-	3,0	4,3	2,9	3,9	5,5
Canadá	0,6	1,6	1,5	1,6	2,6	3,7
França *	0,7	3,7	5,5	4,2	3,9	4,1
Alemanha *	0,6	4,3	5,3	4,3	3,9	4,1
Itália *	-	2,9	5,3	4,4	3,9	4,1
Japão	-	4,3	5,3	4,7	3,7	4,3
Suíça	0,9	3,7	5,1	3,6	2,8	3,8
Reino Unido	0,1	5,1	5,7	4,8	3,6	3,8

* A partir de janeiro/1999, volatilidade calculada sobre o Euro. Até esta data sobre a moeda do respectivo país.

Nota: Volatilidade calculada a partir dos desvios-padrão dos médios mensais dos referidos períodos, anualizados, a partir do coeficiente de variação das taxas de câmbio.

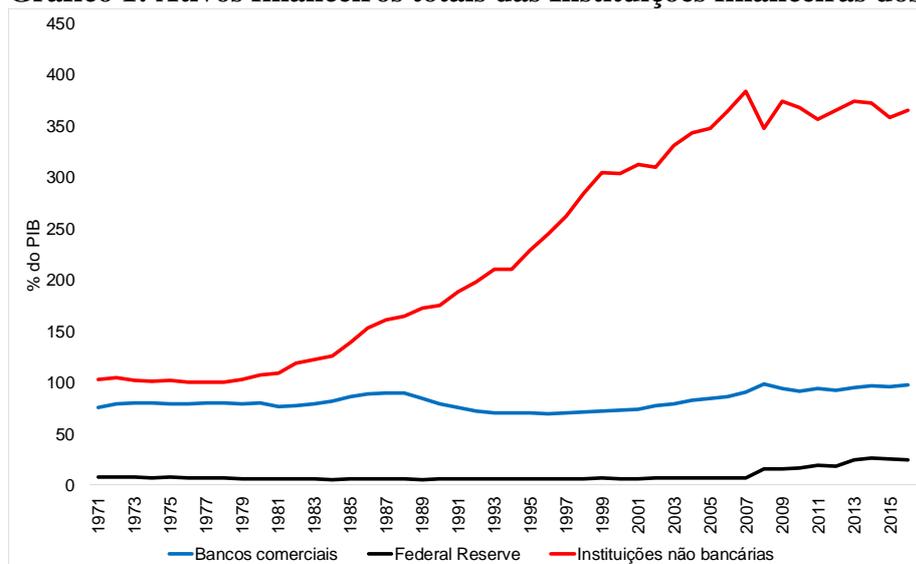
Fonte: FMI (International Financial Statistics). Elaboração própria.

A existência de limitações regulatórias à atividade bancária nos EUA propiciou uma evolução de instituições financeiras não bancárias, não sujeitas à mesma restrição que os bancos, assim como um processo de diversificação da atividade dos bancos, como forma de escape de limitações em suas atividades (Braga, 2004). No início da década de 1980, acirrou-se a competição entre bancos e instituições não bancárias pelos recursos dos demais setores da economia, favorecendo um processo de crescente desintermediação financeira (Aglietta, 2004, 2004; Braga e Cintra, 2004; Cintra e Cagnin; 2008; Sauviat, 2004). A ampla capacidade de centralização de recursos dos investidores institucionais e a fragilização do setor bancário após a crise da dívida externa dos PEDs favoreceram a intensificação dos instrumentos de dívida securitizados, emitidos por grandes corporações e governos em países avançados (Aglietta, 2004).

O gráfico 1 evidencia a evolução dos ativos totais das instituições financeiras dos EUA. De acordo com dados do Federal Reserve⁹, os ativos totais das instituições financeiras não bancárias correspondiam em 1980 a aproximadamente 108% do PIB (US\$ 3,1 trilhões) contra 78% do PIB (US\$ 2,3 trilhões) dos bancos comerciais. No final de 2016, os ativos totais das instituições financeiras não bancárias correspondiam a 365% do PIB (US\$ 67,8 trilhões) contra 97% do PIB (US\$ 18 trilhões) dos bancos comerciais.

⁹ Estes dados se referem à série histórica do Flow of Funds, disponível em www.federalreserve.gov.

Gráfico 1: Ativos financeiros totais das Instituições financeiras dos EUA.



Fonte: Federal Reserve (Flow of Funds). Elaboração própria

Houve um processo progressivo de abertura financeira e desregulamentação dos mercados financeiros nos países desenvolvidos, com a dissolução de barreiras regulatórias aos bancos comerciais, incentivando a diversificação de suas atividades (Braga e Cintra, 2004). A partir da década de 1990, a securitização das dívidas externas dos PEDs favoreceu o processo de liberalização de capitais e de desregulamentação financeira nessas economias, de modo incentivado por organismos multilaterais como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial (Aglietta, 2004).

A existência de mercados financeiros desregulados e liberalizados aumentou a interdependência e o potencial de contágio de eventos entre instituições atuantes em diferentes modalidades do mercado financeiro e em diferentes países. Contribuiu para o desenvolvimento de um sistema bancário à sombra (*shadow banking system*), composto por instituições não bancárias, que emulam atividades típicas de bancos, por meio de operações de balcão, como derivativos de crédito, e se situam fora do alcance dos órgãos regulatórios e de supervisão (Cintra e Farhi, 2008).

O contexto de maior liberalização e desregulamentação financeira incentivou um processo contínuo de desenvolvimento de inovações. Duas, em particular, foram significativas, aumentando a capacidade dos participantes dos mercados financeiros de pulverização de seus riscos microeconômicos e elevar a liquidez dos ativos negociados

nos mercados organizados: os derivativos financeiros¹⁰ e os expedientes de securitização de crédito¹¹.

Outro elemento de destaque que contribuiu para o processo de desintermediação financeira e para o crescimento de operações negociadas diretamente nos mercados de ativos foi o crescimento da relevância de agentes não financeiros sinalizadores de riscos, em especial das agências de classificação de riscos. Sua atividade busca preencher uma deficiência dos mercados de dívida securitizada em relação ao mercado tradicional de crédito, relacionada à sua capacidade de lidar com informações assimétricas e de geração privada de informações. As agências de avaliação de riscos atuam como firmas independentes, provendo informações ao mercado¹².

2.4.2. Financeirização e instabilidade financeira

O aumento de participação dos mercados financeiros como esfera de valorização de recursos possui consequências sobre os objetivos e forma de atuação das unidades econômicas.

¹⁰ Os instrumentos derivativos tiveram forte expansão a partir da década de 1980, num contexto de elevada volatilidade de taxas de juros e de câmbio, com a finalidade proteger as carteiras de investidores individuais, com a pulverização dos riscos entre diferentes investidores. Entretanto, do ponto de vista agregado, a concentração das posições de contraparte em um número reduzido de instituições financeiras, pode ter efeito reverso, disseminando os riscos entre diferentes agentes, presentes em diferentes segmentos de mercado ou localidades (Cintra e Cagnin, 2008).

¹¹ As operações de crédito securitizadas contribuíram para a mudança do perfil de operações clássico do sistema bancário, intensificando operações de originação e distribuição em detrimento da manutenção dos ativos de crédito até o vencimento (Kregel, 2008). Em grande parte seu desenvolvimento foi beneficiado pela existência de limites regulatórios à operação dos bancos e pelo próprio desenvolvimento dos mercados organizados de títulos. Estas operações permitem aos bancos o provimento de liquidez a ativos que até então eram não líquidos, mantidos até o vencimento no seu balanço. Há geração de liquidez também aos adquirentes dos títulos, à medida que há possibilidade de negociação em mercados organizados. Estes últimos podem obter ganhos não somente com a renda final dos papéis, mas também com sua variação de um período a outro. Exemplos destas operações são os CDOs (*collateralized debt obligations*) e os MBSs (*mortgage backed securities*), que passaram a ser intensamente negociados nos mercados financeiros dos EUA. Sobre a estruturação destas operações e os agentes auxiliares envolvidos, vide, entre outros, BCBS (1999a) e Henke, Burghof e Rudolph (1998).

¹² Ao longo das últimas décadas, o papel desempenhado por estas firmas tem sido controverso (White, 2010; IMF, 2009). Uma crítica recorrente é o viés procíclico e o relativo atraso de suas avaliações, fazendo com que se situem recorrentemente “*behind the curve*” em situações de mudança rápida de cenário, abrindo o questionamento sobre a própria utilidade de suas informações. Outra crítica se associa ao potencial de conflito de interesses decorrente do modelo em que sua remuneração decorre do emissor de dívidas, podendo levar a situações de benevolência com clientes ou de rigor excessivo com não clientes. Este problema se torna mais explícito em situações em que estas firmas prestam serviços de consultoria em relação a métodos para aperfeiçoar a condição de riscos dos ativos de seus clientes, atuando também como entes avaliadores, caso que se tornou evidente durante a crise dos mercados de hipoteca *subprime*, nos EUA. A insuficiência de mecanismos de regulação sobre esta atividade e a falta de transparência de métodos utilizados é um ponto que amplificam potenciais problemas associados a esta atividade (Utzig, 2010).

Este ponto é discutido por Keynes (1936), quando o autor comenta sobre os mercados financeiros, no conhecido capítulo 12 da Teoria Geral. Os processos de valorização financeira inserem uma lógica eminentemente especulativa ao comportamento dos investidores. A liquidez conferida aos papéis negociados nos mercados secundários em condições econômicas consideradas normais e a capacidade de reavaliação de exposições de modo imediato contribuem para que mais que o fluxo de rendas esperadas nos próximos períodos, a posse de ativos seja guiada por expectativas de valorização futura para posterior venda.

O crescimento de importância das operações nos mercados financeiros e de capitais contribui para que as operações tipicamente especulativas cresçam em relevância. Esta mudança de orientação contribui para amplificar a amplitude dos ciclos (Aglietta, 2004; Belluzzo e Coutinho, 1998). Fases expansivas dos mercados financeiros, em que os preços apresentam trajetórias ascendentes, contribuem para a realimentação de expectativas de alta futura, incentivando a adoção de posições alavancadas para sua aquisição. A ascensão do patrimônio financeiro atua como elemento de reforço, à medida que reduz a relação dívida/ativos. Períodos de reversão de tendências operam de modo contrário. A queda dos preços dos ativos estimula a tomada de posições vendidas, fortalecendo pressões descendentes. O encolhimento do valor dos ativos opera de modo inverso aos períodos de alta, contribuindo para a alta da relação dívidas/ativos, o que aumenta as dificuldades de restauração de suas condições financeiras.

A liquidez dos ativos financeiros, definida como a capacidade de serem negociados ao preço corrente e sem deságios, a cada momento, é essencial para o pleno funcionamento dos mercados organizados. Como discutido por Aglietta (2004), a manutenção deste atributo depende de três características essenciais dos mercados em que são negociados: amplitude, profundidade e resiliência. A perturbação de uma destas propriedades cria condições de suscetibilidade a instabilidades e a movimentos auto-referenciais, que podem ocasionar a queda dos preços dos ativos e a possibilidade de perda de sua liquidez. Colapsos de liquidez tendem a ser desastrosos, dificultando o processo de alienação dos ativos em queda, podendo levar inclusive a processos falimentares de modo sistêmico.

Este processo contribui para mecanismos de incentivos geradores de pressão por resultados imediatos. A busca por fatias de mercado por parte das instituições

captadoras de recurso junto ao público as induz a uma competição por taxas de retorno, trazendo para suas estruturas a pressão por elevação de suas taxas de performance e de redução do horizonte temporal de investimentos, mesmo para instituições com foco operacional de longo prazo, como é o caso de fundos de pensão (Aglietta, 2004). Este fator contribui para que estas entidades adotem posturas com maior grau de exposição a riscos.

A elevada participação de investidores institucionais como acionistas de grandes corporações favorece um comportamento financeirizado das firmas não financeiras. Insere uma lógica em que é privilegiado o retorno ao acionista, seja por meio da distribuição de dividendos ou da apreciação das ações negociadas nos mercados secundários. À medida em que o preço das ações se torna métrica da geração de valor de uma companhia, ocorre também um conflito agente-principal, no qual os gestores são avaliados pela performance de curto prazo. Esta lógica potencialmente mostra-se conflituosa com metas de crescimento de longo prazo e com a realização de gastos de capital com elevado prazo de maturação, causando uma redução dos *animal spirits* por parte dos gestores (Aglietta e Rebérioux, 2005).

Do ponto de vista dos governos, o processo de securitização instrumentos de dívidas e a necessidade periódica de refinanciamento das operações contribui para que suas decisões de política macroeconômica estejam sob constante escrutínio dos mercados financeiros, refletido nos *yields* dos instrumentos de dívida. Dentro de uma visão de eficiência dos mercados, este fato pode ser percebido como positivo, à medida que gera um elemento externo de monitoramento e de disciplina, com o desestímulo a atitudes consideradas imprudentes (Lane, 1993). Contudo, à medida que se reconhece o caráter incompleto dos mercados financeiros e sua natureza procíclica, as condições de financiamento dos *deficits* públicos são influenciadas pelo grau de aversão a riscos prevalecente nos mercados financeiros (Ocampo, 2011). Pressões fiscais e monetárias tendem a ser aliviadas nos períodos de *boom*, permitindo que os governos elevem seus gastos e atuem com taxas de juros menores, e elevadas nas fases de descenso, levando à expectativa por medidas monetárias e fiscais austeras, diante do receio dos atuantes dos mercados financeiros de dinâmicas explosivas da dívida, de saídas de capitais e de aumentos de inflação decorrentes do efeito câmbio. Este ponto tende a prevalecer sobretudo para os PEDs, como destacado por Ocampo (2011) e Taylor (2001).

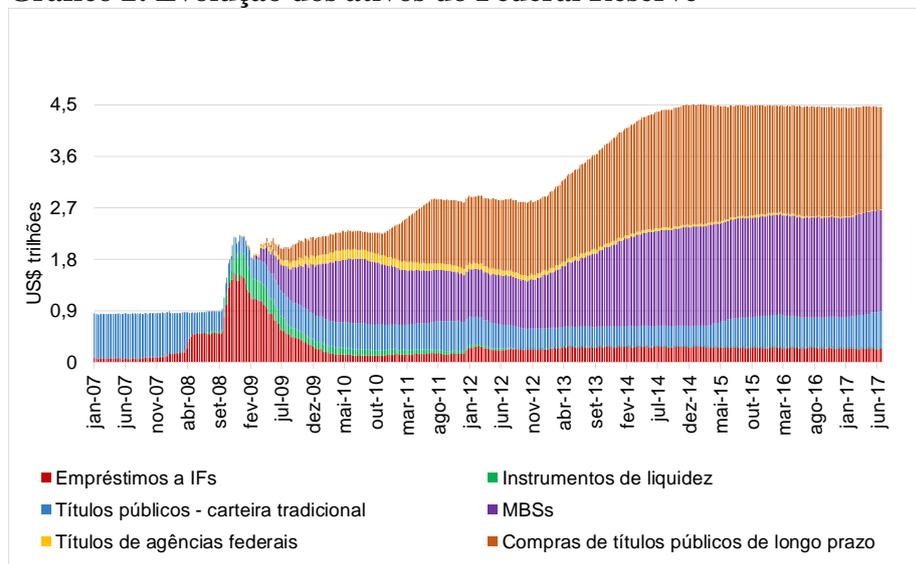
Um ambiente econômico em que os circuitos de valorização são *finance-led* potencialmente eleva a amplitude dos ciclos. Contribui para que os setores domésticos adotem posturas alavancadas guiados não somente por expectativas de receitas geradas por ativos ao longo de sua vida útil, mas também por sua oscilação de preços e possibilidade de negociação. O aumento da proporção dos ativos financeiros nos balanços dos agentes fornece maior sensação de conforto em relação ao crescimento da relação dívida/ativos nas fases expansivas, gerando um fator de reforço das tendências de alta. De modo contrário, nos períodos de descenso, o movimento queda dos preços dos ativos financeiros e a redução patrimonial decorrente tornam mais custoso o ajuste para os agentes endividados, causando estímulos à redução de gastos além do proporcionado pela queda da renda, com vistas à tentativa recomposição patrimonial e desalavancagem dos balanços.

Diante deste cenário, o papel estabilizador dos governos descrito por Minsky (1986) torna-se mais complexo. A tendência de que os ciclos possuam amplitude acentuada aumenta o esforço necessário por parte de políticas fiscais anticíclicas. Este fato provém da dificuldade por parte dos mecanismos regulatórios em navegar contra a corrente nas fases de bonança, e de aumento de gastos públicos nas crises (*big government*), com o intuito de sustentar um nível mínimo de demanda efetiva, evitando uma queda brusca do produto. A redução de margens de manobra numa economia em que há elevada interdependência intersetorial e altamente conectada com o exterior, cria a necessidade de expedientes de caráter preventivo, com vistas à suavização da volatilidade da capacidade fiscal ao longo dos ciclos, e de constituição de *buffers* para situações de instabilidade.

Do ponto de vista da atuação dos bancos centrais (*big bank*), há a demanda por ações mais incisivas que as operações tradicionais de banco dos bancos e de prestador de última instância, como a concessão de linhas de redesconto e a manipulação das exigências de encaixe compulsório. A elevada participação na economia de instituições financeiras não bancárias, situadas fora do escopo de regulação financeira e com intrincado grau de conexão com o setor bancário, com os sistemas de pagamento e com as poupanças do público não financeiro, contribui para que crises agudas de liquidez nesses mercados resultem em perdas patrimoniais não suportáveis para seus participantes, com efeito deletério sobre sua capacidade de liquidação de compromissos e de gastos, causando rupturas nos sistemas de pagamento e quedas

bruscas no nível de demanda agregada. Com isto, diante de crises, faz-se necessária a que sua atuação se proceda como *market maker* em última instância, dando sustentação e garantindo condições mínimas de negociabilidade nos mercados financeiros e de ativos, ainda que fora de seu escopo regulatório (Buitter, 2008).

Gráfico 2: Evolução dos ativos do Federal Reserve



Fonte: Federal Reserve de Cleveland. Elaboração própria

A atuação dos governos e bancos centrais dos principais países avançados diante das repercussões da crise do mercado *subprime* dos EUA é ilustrativa deste ponto. Como exposto por Guttman (2012), o Departamento do Tesouro dos EUA desembolsou um montante de aproximadamente US\$ 700 bilhões, por meio do programa de alívio de ativos problemáticos (*Troubled Asset Relief Program - TARP*) com o intuito de recapitalizar grandes corporações em dificuldades. Adicionalmente, o Federal Reserve adotou medidas vultosas de auxílio ao sistema financeiro, por meio da emissão financeiros de resgate de liquidez, reduziu as taxas de juros até níveis próximos de zero e desenvolveu programas de compra de títulos de longo prazo, inclusive títulos privados lastreados em hipotecas (*mortgage backed securities - MBS*), ampliando fortemente seu balanço, como evidenciado no gráfico 2.

O maior nível de complexidade e de interdependência entre operações realizadas em diferentes modalidades de mercado e países aumenta o potencial de contágio, transbordando eventos causadores de instabilidade entre fronteiras. Quanto maior o nível de liberalização e de desregulamentação dos mercados domésticos, maior a suscetibilidade dos países a eventos ocorridos no exterior. A exposição de agente locais em moeda estrangeira pode torná-los vulneráveis a variações abruptas da taxa de

câmbio ou a oscilações de mercados de ativos em outros países. A ação do banco central como “maestro” dos mercados financeiros fica prejudicada, dependendo de sua capacidade de intervenção sobre transações domésticas em moeda estrangeira. Tornam-se, assim, fundamentais mecanismos que atuem de forma supranacional (Aglietta, 1998).

O Fundo Monetário Internacional pode ser considerado, atualmente o mais importante organismo de suporte a países com dificuldades, por meio da condição de linhas de crédito e programas de ajustes predefinidos. Contudo, seu papel tem sido frequentemente contestado, pela insuficiência de recursos e pelo viés contracionista sobre os países auxiliados, reforçando o caráter procíclico de políticas macroeconômicas, como exposto por Griffith-Jones, Kregel e Ocampo (2007). A assimetria de poder político entre países é outro elemento que pode ser criticado, à medida que potencialmente cria tratamentos e formas de acesso diferenciados (Carvalho e Kregel, 2009). A ação dos bancos centrais durante a crise de 2008 tornou evidente a necessidade de reformas, como a intensificação de processos de troca de informação, aperfeiçoamento de mecanismos supranacionais de regulação e supervisão financeira, intensificação de acordos de *swap* de reservas cambiais entre bancos centrais, *pools* supranacionais de reservas internacionais, fundos de empréstimos regionais ou entre economias altamente conectadas economicamente.

A assimetria política entre países nos principais órgãos de decisão internacional é um elemento importante, que tende a privilegiar perspectivas dos países avançados em detrimento de PEDs, que possuem especificidades que tornam seus problemas financeiros e econômicos diferentes (Carvalho e Kregel, 2009). Desde a crise de 2008, tem havido avanços neste sentido, como o maior protagonismo exercido pelo G-20 em assuntos econômicos e financeiros internacionais, a revisão de cotas de participação no FMI e a ampliação de assentos do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia, do Banco de compensações internacionais (BSBS/ BIS). Contudo, este é um tema que ainda necessita ser aprofundado.

Outro ponto de destaque diz respeito à capacidade do governo em honrar compromissos. Dentro de um sistema monetário internacional fortemente hierarquizado, no qual as moedas possuem diferentes graus de conversibilidade, o papel de “empregador de última instância” dos governos, decorrente de seu poder de senhoriação, defendido por Lerner (1955) e autores pós-keynesianos como Sardoni

(2013) e Wray (2000), pode perder sua validade, sobretudo para países portadores de moedas com menor grau de conversibilidade. Desconfianças sobre a manutenção da taxa de câmbio pode ocasionar fugas de capitais da moeda doméstica para outras divisas ou ativos alternativos. Neste sentido, uma moeda com baixo grau de conversibilidade externa pode perder a característica de baixa elasticidade de substituição, exposta por Keynes (1936).

2.5. SISTEMAS MONETÁRIOS E FINANCEIROS INTERNACIONAIS

Conforme comentado na seção anterior, as transformações ocorridas nos sistemas financeiros e monetários internacionais têm sido um ponto marcante da economia internacional nas últimas décadas. Operações realizadas nos mercados financeiros têm elevado sua relevância em relação à economia real e como esfera autônoma de valorização de riqueza, contribuindo para um distanciamento das instituições financeiras da figura clássica de intermediários. Este processo, em grande parte influenciado pela progressiva liberalização e a desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, contribui para acentuar a característica inerentemente instável da economia, na qual os processos de valorização dos preços dos ativos e de elevação da alavancagem se combinam nos períodos de crescimento, elevando a fragilidade financeira das diversas unidades econômicas (Aglietta, 2004; Belluzzo e Coutinho 1998).

Um ponto comum neste contexto é a suscetibilidade ampliada dos PEDs a períodos de instabilidade financeira. A natureza procíclica do endividamento externo tende a ser mais forte nestes países, contribuindo para que apresentem um maior nível de volatilidade macroeconômica, fato comumente aceito por distintas vertentes teóricas, como explicitado por exemplo por Reinhart Rogoff e Savastano (2003), Eichengreen, Hausmann e Pannizza (2002) e Griffith-Jones, Kregel e Ocampo e (2007).

Vertentes ortodoxas tendem a atribuir a volatilidade ampliada a crises financeiras eminentemente ao próprio histórico anterior dos países, a imaturidade institucional e a erros de condução de política macroeconômica, como observado por Reinhart Rogoff e Savastano (2003).

Os fluxos de capital podem ser percebidos como parte importante do financiamento de países deficitários em conta-corrente. Como exposto por Santiago (2016), o conceito de eficiência dos mercados, nos moldes colocados por Fama (1956) e

em associação com o conceito novo-clássico de expectativas racionais, pode ser usado como base para a justificativa da mobilidade dos fluxos financeiros, como elemento que contribui para aumentar a eficiência alocativa do capital entre praças, de acordo com o diferencial de produtividade do capital prevalecente, sem que estimulem comportamentos especulativos ou formação de bolhas. Há a percepção de que processos de desregulamentação e liberalização dos sistemas financeiros contribuem para a ampliação e o livre acesso entre de canais que ligam poupança e investimento, numa visão de fundos emprestáveis, reduzindo distorções. Do ponto de vista da tendência de longo prazo de desenvolvimento entre países, os fluxos de capitais são tidos como fatores que contribuem para o processo de convergência de renda, por meio de sua migração de economias tidas como maduras para praças em que este recurso é mais escasso, na busca por taxas de retorno mais elevadas, como depreendido do modelo de Solow e derivações.

De outro lado, explicações heterodoxas, de inspiração estruturalista e pós-keynesiana, tendem a associar este fato a assimetrias nos sistemas monetário e financeiro internacionais, cuja manifestação pode ser observada nos movimentos dos fluxos privados de capital, que possuem uma característica típica de *herding behavior*, intensos nos períodos de maior dinamismo global, e escassos em situações de maior aversão a riscos dos investidores internacionais (Prates, 2004; Akyüs, 2008; Griffith-Jones, Kregel e Ocampo; 2007). Os efeitos deste fenômeno condicionam a condução de políticas macroeconômicas, reduzindo a capacidade dos governos dos PEDs em atuar de modo anticíclico (Griffith-Jones, Kregel e Ocampo, 2007; Ocampo, 2011).

O papel desempenhado pelas fontes de financiamento externo sobre uma economia aberta pode ser analisado de modo análogo às observações de Minsky (1986) sobre a evolução das condições financeiras das unidades econômicas numa economia fechada. Este ponto é observado por uma série de autores, como Amado e Resende (2007), Kregel (2008), Wolfson (2002), Foley (2001) e Santiago (2016). Da mesma forma que fontes externas de capital podem contribuir para que um país logre taxas de crescimento superiores a uma condição de equilíbrio externo, podem ser fonte de vulnerabilidades decorrentes das obrigações financeiras externas.

Algumas limitações desta analogia podem ser observadas. Como discutido por Amado e Resende (2007), enquanto na análise de Minsky (1986), o fator gerador principal de fragilidade se associa com a conformação de compromissos financeiros

associados ao endividamento crescente, numa economia aberta há o problema adicional relacionado a sua capacidade de geração de divisas, que pode ser vinculada a aspectos estruturais da economia, como discutido nas seções 2.2. e 2.3 deste capítulo.

Podem ser mencionados dois pontos adicionais. Em primeiro lugar, relações econômicas internacionais envolvem transações em moeda estrangeira, pelo menos para uma das partes da transação. Este fato gera exposição aos balanços das unidades envolvidas a descasamentos de moedas. No caso de PEDs, que possuem menor capacidade de emitir instrumentos de dívida na própria moeda, o ponto é particularmente relevante (Eichengreen et alli, 2002). Em segundo lugar, diferentemente de uma economia fechada, em que os bancos atuam no mesmo ambiente de expectativas que as demais firmas, contribuindo para uma relativa sincronia de impulsos entre devedor e credor, em economias abertas, as instituições credoras frequentemente são sensibilizadas por elementos relacionados aos ciclos de suas matrizes.

A liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, intensificada a partir da década de 1980 nos países avançados e de 1990 nos PEDs, tiveram efeito dinamizador destas características. Propiciaram maior liberdade de movimentos de capitais e interpenetração entre mercados, tornando menos claras as fronteiras entre as diferentes atividades financeiras e países, criando maior fluidez e liquidez aos recursos transacionados nestes mercados. Neste aspecto, há potencialmente maior rapidez de deslocamentos de recursos por parte dos investidores externos, diante de variações do sentimento de aversão a riscos. Os fluxos externos de capitais são guiados não somente por fatores de demanda, associados às necessidades de financiamento dos países receptores, mas também por fatores de oferta por parte de investidores internacionais, que buscam a obtenção de ganhos relacionados ao diferencial de preços e taxas entre países e à diversificação de seus portfólios.

Neste contexto, é relevante a compreensão de como se procedem as relações de financiamento externo entre países e os fatores que criam diferenciações. Os fatores que importam para a indexação dos contratos, a avaliação das diferenças na estrutura e localização das instituições financeiras internacionais e os impulsionadores dos movimentos de fluxos de capitais são relevantes. Cabe, do ponto de vista dos PEDs, a análise a respeito de assimetrias prevaletentes nos sistemas monetário e financeiro internacionais, que concorrem para que haja uma maior suscetibilidade a conformação de períodos de instabilidade. Como mencionado por Amado e Resende (2007), estes

fatores contribuem para que o dinamismo econômico nestes países possua forte dependência dos ciclos nos países avançados, configurando uma situação de ciclos reflexos.

A relação assimétrica no sistema monetário internacional pode ser associada à estrutura hierarquizada entre divisas. Notam-se diferentes graus de conversibilidade das moedas domésticas no plano internacional, em relação às suas capacidades de exercerem o papel de unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor.

Do ponto de vista das relações internas em uma economia, podem ser notados atributos fundamentais que uma moeda exerce em condições de incerteza, como descrito por Keynes (1936). Esta é percebida como ativo líquido em última instância e sua posse possibilita a conservação de riqueza de um período ao outro. O monopólio de emissão monetária por parte do Estado lhe confere o privilégio de gerar a fonte de financiamento pela qual paga os próprios gastos, o que contribui para que esta atue como o ativo de aceitação geral da economia (Lerner, 1943; Wray, 2010, Sardoni, 2013).

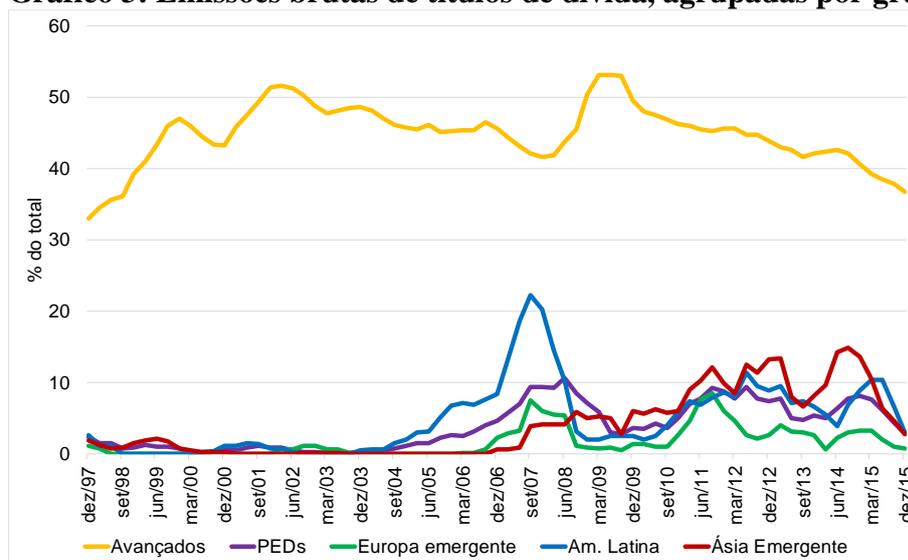
Numa economia aberta, há uma diferenciação importante. À medida que são efetuadas transações entre países diferentes, portadores de diversas moedas, estas deixam de possuir um valor em termos de si próprias, passando a ser referenciadas em termos umas das outras. O elemento que garante liquidez a uma moeda é confiança que lhe é atribuída em relação a sua capacidade de conversão em termos de outras moedas no futuro, sem que se incorra em perdas volumosas.

O fim do padrão de Bretton Woods em 1973 representou o fim de um regime monetário internacional lastreado no dólar e sua conversibilidade no ouro, para um padrão totalmente fiduciário. Este fator associado à um processo de liberalização dos fluxos de capital contribuiu para um quadro de menor previsibilidade e volatilidade entre as diferentes taxas de câmbio. A mudança de orientação econômica dos EUA a partir do início da década de 1980 (dólar forte e elevados gastos públicos) e a intensificação dos processos de liberalização e globalização financeira contribuíram para o aumento da magnitude das operações financeiras internacionais e para a ratificação do papel do dólar como moeda-chave, porém sem lastro (Braga e Cintra, 2004; Cintra e Prates, 2007; Tavares, 1985; Tavares e Melin, 1997). O peso da

economia dos EUA, e sobretudo, de seu sistema financeiro, foram elementos centrais definidores desta característica.

O dólar se apresenta no topo da pirâmide hierárquica das moedas, sendo o instrumento de maior grau de liquidez global, seguido de moedas dos demais países avançados - ou grupo, no caso do Euro (Prates, 2004). As moedas dos PEDs possuem menor grau de conversibilidade e menores atributos como reserva de valor internacional, com uma natureza eminentemente especulativa. Há por parte dos residentes nos países em desenvolvimento maior dificuldade de emissão de instrumentos de dívida na própria moeda¹³. Há a necessidade de oferecimento de remunerações de riscos como fator atrativo, tornando sua demanda eminentemente especulativa. Seu grau de aceitação tende a oscilar conforme o ambiente global de riscos. Momentos de exacerbação da incerteza nos sistemas financeiros globais e aumento da aversão a riscos contribuem para fugas em direção ao dólar ou às moedas dos países centrais, com maior grau de conversibilidade (Prates, 2004).

Gráfico 3: Emissões brutas de títulos de dívida, agrupadas por grupos de países.



Notas: Percentual de emissões em moeda doméstica. Dados trimestrais, sem ajuste sazonal, média móvel de 4 trimestres. Dados obtidos pela divisão do montante de emissões brutas em moeda doméstica por grupos de países, dividido pelo montante total de emissões. O agrupamento de países segue os critérios utilizados pelo BIS.

Fonte: BIS. Elaboração própria

¹³ Eichengreen et alii (2002) associam a vulnerabilidade acentuada dos PEDs ao fator denominado “pecado original”, relacionado à dificuldade de emissão de dívidas em sua própria moeda. De acordo com os autores, dada a natureza procíclica dos fluxos de capital, períodos de bonança em geral contribuem para o aumento dos fluxos de capital em direção a estes países, o que contribui para o endividamento em moeda estrangeira dos residentes e pressões de apreciação das taxas de câmbio. Cenários de crise, por outro lado, que resultem em *sudden stops* dos fluxos de capitais, dificultam a capacidade dos setores endividados em rolar suas posições e aumentam sua suscetibilidade ao aumento de seus passivos em moeda estrangeira, gerando descasamentos de balanço.

O gráfico 3 evidencia o percentual das emissões brutas de instrumentos de dívida em moeda doméstica efetivadas por residentes em diferentes grupos de países, conforme dados do Banco de Compensações Internacionais (BIS). É de se notar forte predominância de emissões em moeda estrangeira por parte de PEDs, ao contrário do que ocorre nas economias avançadas.

No mesmo sentido, a Tabela 2 evidencia a evolução desde 2000 do *ranking* entre moedas nos mercados de divisas. O dólar possui uma participação fortemente superior às demais moedas. Apesar de moderada perda de representatividade entre 2004 e 2010, recuperou-se em 2013, fato que pode ser creditado às instabilidades no mercado de dívida soberana e no sistema bancário da Europa. As demais moedas, além das destacadas na tabela 2, apresentam uma participação relativa que pode ser considerada modesta.

Tabela 2: Mercado de divisas: evolução do *ranking* entre moedas de transações, em % do total

Moeda	2001	2004	2007	2010	2013
USD	89,9	88,0	85,6	84,9	87,0
EUR	37,9	37,4	37,0	39,1	33,4
JPY	23,5	20,8	17,2	19,0	23,0
GBP	13,0	16,5	14,9	12,9	11,8
AUD	4,3	6,0	6,6	7,6	8,6
CHF	6,0	6,0	6,8	6,3	5,2
CAD	4,5	4,2	4,3	5,3	4,6
Outros	20,8	21,0	27,6	24,1	26,3
Total	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0

Nota: Soma das transações igual a 200%, por tratarem-se de operações bilaterais, ou seja, a compra de uma moeda corresponde a montante correspondente em outra moeda.

USD: dólar americano; EUR: euro; JPY: iene japonês; GBP: libra esterlina; AUD: dólar australiano; CHF: franco suíço; CAD.

Fonte: BIS. Elaboração própria

Da mesma forma que o sistema monetário, o sistema financeiro internacional se caracteriza por elevada assimetria, associada a uma estrutura concentrada e hierarquizada. Este fato pode ser evidenciado pela diferença de dimensão e complexidade dos sistemas financeiros atuantes entre os países; e pelos volumes de recursos negociados. No plano doméstico dos PEDs, nota-se relativa precariedade de seus sistemas financeiros, que reduz a capacidade do setor bancário em atuar plenamente como agente de financiamento, atendendo às demandas de crédito de longo prazo por parte do setor privado (Amado e Resende, 2007; IADB, 2005).

A dinâmica dos fluxos de capitais é excludente e concentrada. Este fato se revela tanto em relação às proporções dos fluxos de capitais entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, quanto entre estes últimos. Os fluxos para os PEDs se direcionam majoritariamente para os países com maior nível de renda e maior abertura financeira. Os países de baixa renda tendem a ficar à margem (Griffith-Jones, Kregel e Ocampo, 2007). A tabela 3 ilustra uma estimativa dos fluxos internacionais de capital médios por países no período entre 2002 e 2015, com base nos dados de balanço de pagamento do FMI. Com exceção da China, que aparece na sexta posição, nota-se elevada concentração dos ingressos sobre os países avançados.

Tabela 3: Estimativa de ingressos de capitais externos, Média 2002-2015

	Bilhões de US\$	% do total	Posição
EUA	1,086	19.7	1
Luxemburgo	557	10.1	2
Reino Unido	447	8.1	3
Holanda	321	5.8	4
França	278	5.0	5
China	242	4.4	6
Alemanha	239	4.3	7
Irlanda	200	3.6	8
Japão	195	3.5	9
Espanha	151	2.7	10
Total	5,511	100.0	
Memo:			
Brasil	94	1.7	15
Rússia	64	1.2	19
Índia	75	1.4	18
México	51	0.9	21

Nota: Estimativa de ingressos totais de capitais, correspondente à soma das rubricas de ingressos de investimentos diretos, ingressos de portfólio, ingressos de outros ativos e saldos líquidos de derivativos. Não estão incluídos os saldos de crédito e financiamentos realizados pelo FMI e financiamentos excepcionais.

Fonte: FMI (International Financial Statistics). Elaboração própria.

Do ponto de vista das instituições financeiras internacionalmente ativas, os fluxos de capital aos países emergentes dependem de suas estratégias de diversificação de portfólio, representando desta forma um percentual estabelecido em suas matrizes conforme avaliações de risco-retorno. Do ponto de vista dos países receptores, entradas massivas de capital podem ter efeitos relevantes sobre os sistemas financeiros domésticos, principalmente nos países onde forem mais estreitos e pouco diversificados (Prates, 2004; Griffith-Jones, Kregel e Ocampo, 2007). Neste sentido, “*when it rains it pours*” (Kaminsky, Reinhart e Végh, 2005)

A assimetria financeira reforça a vulnerabilidade e a tendência procíclica dos fluxos de capitais das economias em desenvolvimento, interagindo com as consequências da assimetria monetária. Prates (2004) e Akyüs (2008) notam que há uma predominância de fatores externos, ligados ao cenário global, como explicativos de seus movimentos. Prates (2004) comenta que estes fatores podem ser tanto conjunturais - relativos às políticas econômicas adotadas nos países centrais ou dos ciclos de liquidez dos mercados financeiros internacionais- quanto estruturais - ligados à dinâmica liberalizada e desregulada do sistema financeiro internacional. Griffith-Jones, Kregel e Ocampo (2007) comentam que os chamados “fundamentos internos” tendem a ter importância limitada neste contexto, sendo que a percepção sobre estes pode ser frequentemente volátil.

Há, neste sentido, uma combinação entre inserção comercial e financeira por parte dos PEDs, que contribui para acentuar a vulnerabilidade a processos procíclicos de instabilidade externa. Do ponto de vista comercial, a origem da vulnerabilidade pode ser associada à predominância de uma estrutura produtiva de baixo valor agregado e à reduzida capacidade de geração de progresso técnico, contribuindo posições deficitárias de conta-corrente em períodos de crescimento e necessidades positivas de financiamento externo. Do ponto de vista financeiro, relaciona-se com a natureza volátil dos fluxos de capitais, num contexto de assimetria dos sistemas monetário e financeiro internacional e elevado grau de abertura financeira, gerando dependência dos ciclos domésticos às ondas de otimismo e pessimismo dos agentes no sistema financeiro internacional.

Do ponto de vista do Estado, esta conformação cria obstáculos para que exerça seu papel anticíclico. Os mecanismos estabilizadores do *big government* e do *big bank* podem ser limitados. O reduzido grau de comando das entradas e saídas de capitais externos gera dependência da adoção de políticas macroeconômicas procíclicas. Nas fases de expansão, os ingressos massivos de capital reduzem os custos de captação externa e produzem efeitos procíclicos sobre o câmbio, diminuindo pressões inflacionárias, criando um contexto de maior tolerância a riscos. Diante de retrações, ocorre movimento oposto, num contexto de menor complacência por parte de credores externos e pressões por medidas de austeridade fiscal e de ações monetárias contracionistas. A própria atuação dos órgãos multilaterais, como o FMI, acentua esta

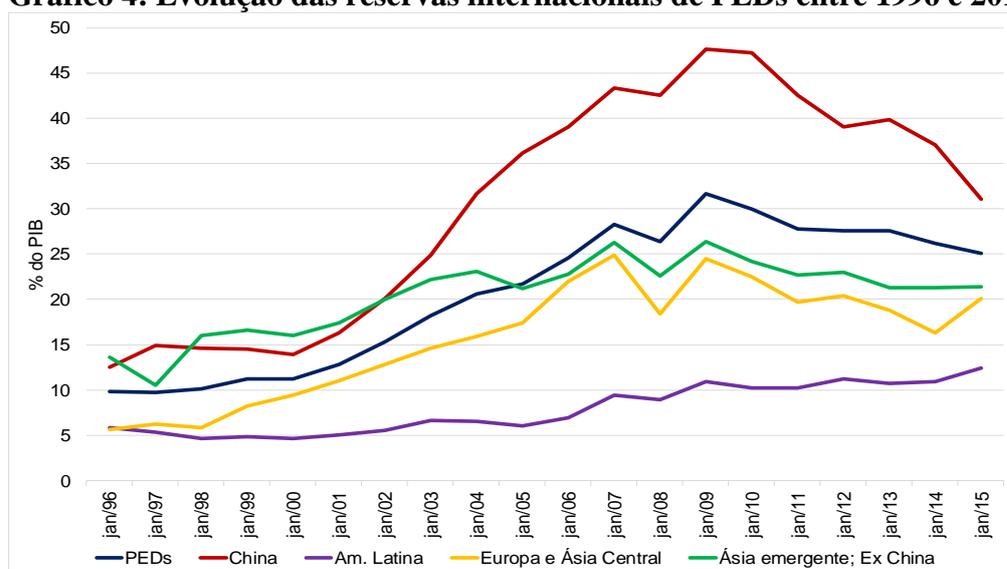
característica, por meio de recomendações e condicionantes de seus empréstimos (Ocampo, 2011).

Neste sentido, faz-se pertinente a discussão sobre mecanismos que possibilitam maior capacidade de gerenciamento dos fluxos de entrada e de saída de capitais e da taxa de câmbio.

O próprio FMI, que tradicionalmente tem expressado relutância em apoiar a adoção de medidas restritivas de fluxos de capital por seus países-membros; passou a reconhecer que instrumentos de gerenciamento de fluxos de capitais podem ser adequados (IMF, 2012), no contexto de elevada liquidez global no pós-crise de 2008 e temores por parte de PEDs sobre efeitos adversos sobre seus mercados domésticos.

Um instrumento que passou a ser utilizado de forma extensiva pelos maiores PEDs a partir do início do século XXI foi o acúmulo de reservas internacionais. De acordo com Rodrik (2006), esta prática pode ser associada em grande parte à experiência dos PEDs durante a crise financeira dos países asiáticos, em 1997, e da Rússia, em 1998. De acordo com Ocampo (2011), o acúmulo de reservas internacionais por PEDs tem permitido o controle simultâneo das taxas de juros e do câmbio, mesmo em cenários de mobilidade de capitais. Sua manutenção tem possibilitado a ampliação das fontes de liquidez externa, conferindo margens de manobra para a adoção de políticas monetárias expansivas nos períodos de maior instabilidade, além de atenuar os efeitos dos influxos de capital nos ciclos expansivos.

Gráfico 4: Evolução das reservas internacionais de PEDs entre 1996 e 2015.



Fonte: Banco Mundial (Global Economic Monitor). Elaboração própria.

O gráfico 4 evidencia a evolução das reservas internacionais de PEDs selecionados entre 1996 até 2015. Houve desde o início da década de 2000 uma expressiva e continuada acumulação de reservas por parte dos PEDs, liderada sobretudo pela China e países asiáticos. O movimento por parte dos países asiáticos foi guiado por posturas preventivas, de aprimoramento das condições de liquidez externa, e por ações de gerenciamento de suas taxas de câmbio, com vistas a manter a competitividade de estratégias de crescimento *export-led* (Palley, 2014; Rodrik, 2006; Steiner, 2012; Ferguson, e Schularick, 2009).

A observação de que períodos de instabilidade podem ser advindos de relações financeiras internacionais e de que crises financeiras possuem maior capacidade de atravessar fronteiras num contexto globalizado, suscita a discussão sobre limitações de ação dos Estados de modo isolado e sobre a necessidade de instrumentos ou entidades que exerçam o papel de regulador, de *big bank* ou de *big government* em nível internacional. A experiência das últimas décadas tem observado que os mecanismos multilaterais atualmente existentes possuem alcance limitado e insuficiente, justificando o debate sobre reformas e construção de alternativas (Carvalho e Kregel, 2009; Wolfson, 2002; Taylor, 2001).

Neste contexto, a relativa estabilidade que os principais países em desenvolvimento têm experimentado desde o início do século XXI, que pode ser verificado por suas taxas de crescimento e níveis de percepções de risco externo, a despeito do cenário de baixo dinamismo combinado com episódios de acirramento da vulnerabilidade financeira nas economias avançadas na sequência da crise financeira de 2007-08, como destacado por FMI (2012a), pode ser considerado novo.

Uma série de fatores tem contribuído para o desempenho deste grupo de países desde o início da década de 2000, como a alta da demanda e dos preços das *commodities*, a emergência da China como potência econômica (Banco Mundial, 2015) e o ambiente de elevada liquidez global, guiado no momento anterior à crise pelo alargamento dos desequilíbrios globais de balanços de pagamentos (Palley, 2014), e no momento posterior à crise, por um contexto de forte expansão dos balanços dos principais bancos centrais (EUA, Área Euro, Japão e Reino Unido) (Biancarelli et alli, 2017).

Entretanto, há indicações de que este novo cenário pode ser temporário, com possíveis reflexos negativos sobre os países em desenvolvimento, como discutido por

Biancarelli et ali (2017). As discussões em torno da normalização da política monetária por parte do Federal Reserve, nos EUA a partir de meados de 2013, com perspectivas de redução de seus ativos, que se expandiram em aproximadamente quatro vezes entre o final de 2007 e 2014, e da elevação de suas taxas de juros, suscitaram aumento da volatilidade dos mercados financeiros internacionais e redução dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento. Adicionalmente, a desaceleração do crescimento da China, a partir aproximadamente do mesmo período tem suscitado perspectivas pouco auspiciosas a respeito dos fluxos de comércio e dos preços matérias-primas e do preço das commodities.

Neste sentido, antes que o reflexo de um mundo novo para os países em desenvolvimento, há indicativos de elementos cíclicos favoráveis, permanecendo fragilidades estruturais. Uma análise mais detalhada sobre o cenário recente será apresentada no quarto capítulo.

2.6. CONCLUSÃO

Este capítulo teve como objetivo abordar elementos estruturais que contribuem para a conformação de instabilidades financeiras em PEDs, partindo de um enfoque predominantemente estruturalista e pós-keynesiano.

A transposição de um modelo elaborado para uma economia fechada, que geralmente possui como perspectiva a realidade dos países avançados, dificulta a análise sobre os problemas econômicos de economias abertas e em desenvolvimento, que vão além da taxa de acumulação de capital, e que afetam suas capacidades de desenvolvimento e de crescimento econômico sustentado.

A base para sua argumentação no capítulo partiu da constatação de que PEDs possuem especificidades, ligadas primordialmente à sua forma de inserção na economia global, tanto do ponto de vista de suas capacidades produtiva, quanto de financiamento, que as tornam mais expostas a processos de instabilidade financeira, em comparação aos países avançados.

Sua inserção produtiva e comercial historicamente especializada em setores de baixa capacidade de inovação e progresso técnico contribui para perpetuar uma condição subdesenvolvida e acentuar o *gap* de renda em relação aos países avançados. Do ponto de vista de sua fragilidade financeira, esta conformação gera a dependência

dos ciclos externos como forma de geração de divisas, ocasionando frequentemente posições deficitárias em conta-corrente. Nos termos da taxonomia de Minsky (1986), contribui para que assumam posturas financeiras tipicamente especulativas, gerando a dependência por fontes externas de financiamento.

Num contexto de globalização financeira e de mercados financeiros desregulados, podem ser observadas especificidades dos PEDs do ponto de vista de sua capacidade de acesso a fontes de financiamento externo, associadas à estrutura assimétrica dos sistemas monetário e financeiro internacional. O baixo grau de conversibilidade externa de moedas periféricas e as estruturas pouco complexas e menos profundas de seus sistemas financeiros contribuem para que os fluxos de capital a estas localidades tenham uma característica altamente volátil e procíclica.

Pode ser observado um elemento exógeno sobre a capacidade de acesso a fontes externas de capital. Diferentemente das relações de crédito doméstico, em que credores e devedores situam-se no mesmo ambiente de expectativas, nas relações de financiamento externo, as oscilações da disponibilidade recursos são fortemente influenciadas pelos ciclos nos países credores. Neste sentido, os fluxos de capital aos PEDs não são guiados por uma lógica de demanda, de atendimento a necessidades de financiamento, mas principalmente, por estratégias de diversificação de recursos por parte de instituições financeiras internacionais, que tendem a se alterar conforme o estado de aversão ao risco vigente.

O acesso a fontes externas de financiamento, indexadas em moeda estrangeira, cria uma fonte adicional de vulnerabilidade, associada ao risco de variação cambial e de descasamentos entre ativos e passivos.

Estes fatores contribuem para que os ciclos econômicos nos PEDs tenham uma natureza reflexa em relação aos ciclos dos países avançados (Amado e Resende, 2007).

A ação do Estado segue relevante como elemento estabilizador. Contudo, podem ser percebidas perdas de margens de manobra, em decorrência da magnitude dos desequilíbrios em moeda estrangeira e da exogeneidade das oscilações das condições financeiras externas. A existência de aspectos estruturais, que amplificam sua vulnerabilidade, exige soluções de alcance mais profundo, além das políticas macroeconômicas tradicionais.

A característica liberalizada fluxos financeiros internacionais e interdependência entre operações em diferentes segmentos financeiros e países demandam a discussão sobre limitações de ações isoladas por parte dos governos, em exercer sua atividade regulatória. A inexistência de uma entidade que atue como *big bank* ou de *big government* em nível global requer uma atitude de constante cooperação internacional. Contudo, os eventos nas últimas décadas evidenciam que mecanismos multilaterais existentes possuem alcance insuficiente, o que justifica o debate sobre reformas e alternativas (Carvalho e Kregel, 2009; Wolfson, 2002; Taylor, 2001).

Neste aspecto, é fundamental o desenvolvimento de mecanismos prudenciais, com capacidade de mitigar a exposição a desequilíbrios externos e constituir capacidade de reação quando estes ocorrem.

Alguns desafios importantes podem ser colocados aos países para a mitigação de sua condição de maior vulnerabilidade. Do ponto de vista das contas financeiras, podem ser interessantes instrumentos de gerenciamento dos ingressos ou saídas de capitais, como forma de evitar entradas massivas nos períodos de abundância, contribuindo para reduzir a volatilidade dos fluxos de capital. Tabu por muito tempo, essas práticas passaram inclusive a serem mais aceitas em documento divulgado pelo FMI (IMF, 2012b).

Relacionado a este ponto, a experiência dos principais países emergentes desde o final da década de 1990, a partir das crises nos países do Sudeste Asiático e da Rússia, tem evidenciado que a manutenção de reservas como fonte de liquidez em moeda estrangeira, e como instrumento de gerenciamento de taxas de câmbio, contribui para evitar a volatilidade dos fluxos de capital e pressões de apreciação cambial em períodos de entrada massiva de capitais (Ocampo, 2011; Taylor, 2001). Embora seja importante a discussão a respeito da relação dos custos fiscais de tal expediente, como discutido por Rodrik (2006), há claros benefícios, em termos da capacidade de precaução diante de variações abruptas das condições financeiras internacionais; de tempestividade de acesso e ausência de termos de ajuste em comparação ao auxílio por parte de organismos multilaterais.

Do ponto de vista da regulação financeira, medidas que visem impedir ou mitigar a ocorrência de crises nessas regiões são mais complexas, envolvendo um conjunto de ações além da regulação microeconômica do sistema financeiro, como os

acordos de Basileia, ou do monitoramento dos ciclos domésticos (Freitas, 2012). Podem ser considerados importantes limites a determinados tipos de exposição por parte dos agentes privados, inclusive de setores não financeiros, como por exemplo, a moedas estrangeiras e modalidades de ativos financeiros (Taylor, 2011).

Num sentido mais amplo, ações que busquem evitar a fragilidade externa demandam uma capacidade dos países em serem geradores de divisa no longo prazo. Num contexto de estruturas produtivas globalizadas, em que o valor agregado tende a se concentrar em atividades mais complexas, pode ser mencionada a necessidade de desenvolvimento de capacitações técnicas e a criação de diferenciais competitivos em setores com maior potencial de geração e difusão de progresso técnico.

3. INSTABILIDADE FINANCEIRA E ECONOMIAS ABERTAS: ANÁLISE INTERSETORIAL

3.1. INTRODUÇÃO

As relações financeiras entre as unidades econômicas são elemento central na hipótese de fragilidade financeira de Minsky. O acesso a fontes externas de financiamento pelas firmas implica em contrapartida no aumento dos ativos de crédito dos bancos. Posturas alavancadas por parte de credores e devedores, movidos por expectativas de lucros, da mesma forma que contribuem para a elevação dos investimentos, colaboram para que ambos se tornem vulneráveis a oscilações das condições financeiras que gerem dificuldades de honrar com compromissos de fluxos de caixa. Imersos no mesmo ambiente de expectativas, há relativa sincronia na transformação da estrutura econômica dos setores presentes na economia, de modo sistêmico.

A adaptação da análise de Minsky (1986) para uma economia aberta, do ponto de vista de suas relações financeiras em relação ao resto do mundo, de modo análogo às de uma firma numa economia fechada, permite a incorporação de *insights* relevantes a respeito de como o financiamento de *deficits* de conta-corrente permite níveis de crescimento superiores aos de uma situação de equilíbrio externo, embora tragam consigo vulnerabilidades associadas ao aumento da dívida externa e compromissos financeiros correspondentes, como avaliado por Foley (2001).

Entretanto, este tipo de análise requer qualificações. A análise de uma economia como um componente uniforme, que aumenta ou diminui seu grau de endividamento, oculta relações intersetoriais que são relevantes, tais como a diferenciação entre o papel desempenhado pelo setor público e o setor privado. Adicionalmente, podem ser destacadas diferenças, relacionadas à capacidade de obtenção de divisas e às relações de financiamento externo, que se tornam marcantes principalmente no contexto de PEDs, como pontuado por Amado e Resende (2007).

Como discutido por Taylor (2001), as crises financeiras internacionais não decorrem das consequências das ações de um setor privado cauteloso, face à evidenciação de posturas macroeconômicas lenientes por parte dos governos ou da exacerbação do risco moral inerente à conduta dos devedores, como geralmente retratado nos modelos de crises financeiros convencionais. Pelo contrário, derivam de um sistema em que as relações econômicas e financeiras entre credores e devedores são eminentemente procíclicas.

Ambos os lados adotam posturas que, embora consideradas seguras no momento da decisão, e diante de estímulos próprios a suas esferas de atuação, num contexto de expectativas convencionais, podem mostrar-se desastrosas no futuro.

À medida que se reconhece a existência de relações de interdependência setoriais e de cumulatividade das decisões econômicas e financeiras, é relevante que análises sobre a evolução dinâmica de economias busquem abarcar como as ações dos setores se auto-influenciam dinamicamente. Uma possível forma de abordar este ponto é por meio do desenvolvimento de análises contabilmente consistentes.

A avaliação das relações financeiras em uma economia a partir de seus principais setores pode ilustrar seus principais objetivos, mecanismos de ação, e consequências de suas transações para o restante da economia.

A intenção deste capítulo é, partindo de uma abordagem baseada na hipótese de fragilidade financeira de Minsky, traçar elementos estilizados numa economia aberta, desagregada setorialmente, que permitam uma análise dos condicionantes para a geração de vulnerabilidades, assim como sua relação com a atuação dos principais setores, e possibilidades de ação por parte dos governos e autoridades regulatórias, com vistas a mitigar sua probabilidade de ocorrência.

A estrutura do capítulo está disposta da seguinte forma, além desta primeira seção. A segunda parte evidencia uma análise de instabilidade financeira para uma economia aberta, partindo do referencial adotado por Foley (2000). A terceira parte desenvolve, a partir do balanço e da matriz de fluxos de fundos estilizados de uma economia desmembrada em seus principais setores, uma avaliação de elementos principais que condicionam a estabilidade financeira dos setores e da economia de modo consolidado ao longo dos ciclos. A quarta parte conclui o capítulo.

3.2. MODELO DE FOLEY (2000).

Foley (2001) constrói um modelo formalizado, ampliando o conceito de instabilidade financeira de Minsky (1986) para o conceito de economia aberta, considerando suas relações financeiras em relação ao resto do mundo, de modo análogo ao de uma firma para uma economia fechada. De acordo com o autor, as equações da dinâmica financeira de uma firma podem ser aplicáveis igualmente a uma economia aberta, percebida como uma *coleção de firmas* (Foley, 2001: 11). A relação econômica

para uma firma individual é, assim, extrapolada para o estado médio de uma economia, de modo consolidado.

A situação financeira da firma é representada a partir de seus saldos de balanço e fluxos financeiros. A expressão (3.1) ilustra a identidade entre os ativos, representados por estoques de capital fixo (K), de um lado; e pela soma dos passivos, representados por dívidas contraídas junto ao sistema financeiro (L), e patrimônio líquido (NW), de outro.

$$K = L + NW \quad (3.1)$$

Do ponto de vista dos fluxos, a atividade das firmas envolve duas modalidades de desembolso: novos investimentos (I), e encargos financeiros sobre a dívida, honrados a cada período (SJ). Estes gastos são financiados por duas fontes alternativas de recursos: das receitas normais de suas operações, geradas pelo estoque de capital existente (R), e novas operações ou amortizações do principal da dívida anterior (ΔL). Do ponto de vista da relação entre fluxos e estoques, novos investimentos são incorporados ao ativo, tal que $I = \Delta K$. A variação do patrimônio líquido corresponde à diferença entre receitas e o serviço da dívida, ou seja, $R - SJ = \Delta NW$. Os fluxos em um período podem ser expressos em termos de uma equação de usos e fundos, em (3.2):

$$R + \Delta L = I + SJ \quad (3.2)$$

Foley (2001) resume a taxonomia dos estados financeiros descritos por Minsky como se segue:

- *hedge*: $R \geq SJ + I$, e $\Delta L \leq 0$: a firma possui condições de arcar com novos investimentos e compromissos financeiros com receitas geradas por suas próprias operações, sem a necessidade de financiamento adicional;
- *especulativo*: $R > SJ$, mas $R < I + SJ$ e $\Delta L > 0$: a firma gera receitas suficientes para arcar com seus compromissos financeiros, mas demanda financiamento externo para novos investimentos;
- *Ponzi*: $R < SJ$, e $\Delta L > I$: o fluxo de receitas esperado é insuficiente para honrar os compromissos preteritamente assumidos, de modo que a firma depende de obtenção de empréstimos, tanto para saldar compromissos financeiros, como para a realização de novos investimentos. Expectativas de permanência de receitas líquidas de pagamentos

financeiros negativas tende a desestimular novos investimentos, contribuindo para a tentativa de alienação de ativos de capital.

A equação (3.2) pode ser modificada, de modo a ser expressa em termos da taxa de acumulação de capital ($g_k = \frac{I}{K}$), taxa de lucros ($r = \frac{R}{K}$), e taxa de juros ($i = S/L$), como representado em (3.3):

$$\Delta L = i.L + K(g_k - r) \quad (3.3)$$

Considerando g_k constante, tal que $K^t = K^0 \cdot e^{g_k t}$, a equação (3.3) é resolvida como:

$$\phi(t) = \phi^* + (\phi_0 - \phi^*) \cdot e^{(i-g_k)t} \quad (3.4)$$

Onde $\phi = \frac{K}{L}$ e $\phi^* = \frac{g_k - r}{g_k - i}$.

A análise das relações entre os valores de r , g e i em (3.4) contribui para compreender mecanismos de incentivo à tomada de posições financeiras ao longo dos ciclos, como expresso na tabela 4:

Tabela 4: Relação entre r , g e i e condições financeiras

	ϕ	Característica	Condição financeira
$r > i > g_K$	$-\infty$	Baixo nível de investimentos e retorno potencial positivo. Início cíclico.	<i>Hedge</i>
$r > g_K > i$	<0	Aumento gradativo dos investimentos, financiados por fundos próprios.	<i>Hedge</i>
$g_K > r > i$	<1	Retorno esperado dos investimentos positivo, com financiamento externo. Fragilidade latente a alta de i	Especulativo
$g_K > i > r$	>1	Deterioração das condições financeiras, com alavancagem. Fragilidade exposta.	<i>Ponzi</i>
$i > g_K > r$	$+\infty$	Processo desalavangem em curso, em cenário instável.	<i>Ponzi</i>
$i > r > g_K$	Depende de ϕ_0	Intensificação da desalavangagem. Finalização do ajuste por desinflação dos balanços ou falências	<i>Ponzi</i>

Fonte: Elaboração própria, baseado na expressão (4), de Foley (2001)

Assim, a análise de Foley permite o estabelecimento de um mecanismo de incentivos cíclico que oscila conforme os valores de g , r e i . Expectativas de retorno dos investimentos superiores aos custos financeiros correspondentes estimulam a

acumulação de capital. Numa situação em que a dívida é positiva, quanto maior seu volume, maior a fragilidade da economia a oscilações desfavoráveis das taxas de juros, e conformação de situações *Ponzi*.

Para a análise de uma economia aberta, Foley (2001) parte da ilustração de uma economia tipicamente kaleckiana pequena, na qual a distribuição de renda pode ser feita entre salários ($W = (1 - \Pi) \cdot Y^S$), cuja fração $(1 - \Pi)$ da renda gerada pela produção (Y^S) é totalmente gasta em bens de consumos, e lucros ($Pr = \Pi \cdot Y^S$), dos quais a parcela s_k é poupada. O fluxo de novos investimentos é determinado pelo nível de gastos dos capitalistas, ou seja, de acordo com a predisposição dos proprietários de capital em alocar a parcela poupada de sua renda em novos ativos de capital.

A diferença entre os gastos totais da economia e o volume produzido corresponde ao *deficit* de conta-corrente (S_x), financiado externamente. O acesso a recursos externos possibilita novos investimentos em nível superior aos recursos disponíveis domesticamente, decorrentes da poupança dos proprietários de capital. As expressões (3.5) e (3.5a) ilustram este ponto:

$$Y^D - Y^S = S_x = C + I - W - Pr = [C - W - (1 - s_k) \cdot Pr] + I - s_k \cdot Pr \quad (3.5)$$

$$I = S_x + s_k \cdot Pr \quad (3.5a)$$

Normalizando (3.5a) pelo estoque total de capital da economia (K), tem-se uma relação entre o nível de endividamento ($s_x = \frac{S_x}{K}$), a taxa de acumulação de capital ($g_k = \frac{I}{K}$) e a taxa de lucros ($r = \frac{Pr}{K}$)

$$g_k = s_x + s_k \cdot r \quad (3.6)$$

Este caso representa uma situação tipicamente especulativa, quando $s_x > 0$ ¹⁴.

A dinâmica do modelo de Foley (2001) é apresentada por meio de relações comportamentais, onde s_x depende positivamente das taxas de juros (i) e negativamente das taxas de lucros (r)¹⁵; e g_k depende positivamente de r , e do estado das expectativas

¹⁴ No caso de uma economia fechada, ou em equilíbrio externo, a trajetória de acumulação corresponde à relação clássica, $g_k = s_k \cdot r$, de modo que $g_k < r$, levando-se em conta que $s_k < 1$, caracterizando uma situação tipicamente *hedge* do ponto de vista do equilíbrio externo.

¹⁵ De acordo com Foley (2001), um aumento das taxas de juros possui influência positiva sobre o endividamento externo, à medida que contribui para o aumento o influxo de capitais; já a taxa de lucros

de longo prazo (ρ), e negativamente de i^{16} . As equações (3.7) e (3.8) apresentam as expressões para s_x e g_k , de modo sintetizado, respectivamente:

$$s_x = s_x(i, r); \quad \partial(s_x)/\partial(i) > 0; \partial(s_x)/\partial(r) < 0 \quad (3.7)$$

$$g_k = g_k(r, \rho, i); \quad \partial(g_k)/\partial(r) > 0; \partial(g_k)/\partial(\rho) < 0; \partial(g_k)/\partial(i) < 0 \quad (3.8)$$

Em termos da trajetória das variáveis ao longo dos ciclos, Foley (2001) estabelece um padrão convencional e cumulativo para as expectativas de longo prazo, que dependem positivamente do hiato entre a taxa de acumulação de capital observada no período corrente (g_k) e seu nível “normal” (\bar{g}_k), e do hiato das taxas de juros (i) em relação a seu nível “normal” (\bar{i}). As variações da taxa de juros ocorrem de acordo com uma regra de política monetária por parte do banco central, que leva em conta o hiato da taxa de acumulação de capital. As relações de comportamento de $d(\rho)/d(t)$ e $d(i)/d(t)$ são apresentadas em (3.9) e (3.10), respectivamente:

$$d(\rho)/d(t) = \beta \cdot (g_k - \bar{g}_k) - \delta \cdot (i - \bar{i}); \quad \beta > 0; \delta > 0 \quad (3.9)$$

$$d(i)/d(t) = \gamma \cdot (g_k - \bar{g}_k); \quad \gamma > 0 \quad (3.10)$$

Onde β e δ correspondem, respectivamente, a índices de sensibilidade das expectativas de longo prazo a variações de $(g_k - \bar{g}_k)$ e $(i - \bar{i})$; e γ corresponde ao índice de sensibilidade das taxas de juros a variações de $(g_k - \bar{g}_k)$.

A partir de (3.9) e de (3.10), o autor constrói um sistema de equações, em que nota uma dinâmica instável. Partindo de um estágio inicial de crescimento, com níveis baixos de taxas de juros e crescimento moderado, tipicamente *hedge*, a economia tende a evoluir para um estado especulativo, conforme as taxas de crescimento respaldadas por lucros estimulem novos investimentos e realimentem as expectativas, incorporadas na variável ρ . A partir do momento em que a taxa de acumulação de capital passa a crescer acima do nível “normal”, o aumento das taxas de juros passa a influenciar a

afeta negativamente à medida que parcela dos lucros pode ser direcionada pelos proprietários de capital em ativos no exterior.

¹⁶ Foley (2001) segue o tratamento dado por Taylor e O’Connel (1985) em relação ao preço de demanda por investimentos, que por sua vez tomam como referência a avaliação feita por Minsky (1986), em que o preço de demanda por investimentos depende positivamente da taxa de lucro corrente (r), a expectativa de aumento futuro da taxa de lucros, que reflete o estado das expectativas de longo prazo (ρ), e das taxas de juros que operam como fator de desconto. Esta expressão pode ser relacionada ainda ao conceito clássico de eficiência marginal de capital de Keynes (1936).

dinâmica de crescimento em sentido oposto ao inicial, gerando encadeamento de eventos no sentido contracionista.

Foley (2001) observa que a dinâmica de curto prazo observada por uma economia aberta pequena é influenciada pela correlação positiva entre as taxas de crescimento e de lucro. Da mesma forma que um incremento do dinamismo contribui para a elevação dos lucros das firmas, seu esfriamento tem efeito negativo sobre a rentabilidade e sua capacidade de honrar compromissos financeiros, potencialmente tornando a economia exposta a crises financeiras. A manutenção de metas de taxa de crescimento baixas por parte dos *policy makers* contribui para a conformação do potencial de instabilidade por parte da economia. Isto ocorre por que a visualização de *gap* de renda positivo gera como resposta uma elevação das taxas de juros, com efeitos adversos sobre o grau de confiança da economia e sobre a capacidade de geração de fluxos de caixa positivos, e conseqüentemente de novos investimentos. O elemento que produz instabilidade não é o crescimento *per se*, mas o grau de alavancagem e o ônus financeiro correspondente.

Um nível de crescimento “normal” reduzido gera uma espécie de armadilha aos *policy makers*, que diante de uma baixa tolerância a um *gap* positivo de renda eleva as taxas de juros e contribui para a geração de fatores conformadores de instabilidade. Quanto maior a capacidade de crescimento sustentado da economia, maior a capacidade por parte dos empresários de gerar lucros e honrar o serviço da dívida. Num cenário de expectativas convencionais, em que o nível considerado ideal de crescimento e de alavancagem são mutáveis, o desafio para o Estado é encontrar um balanceamento entre o objetivo de maximizar os níveis de produto e renda, e de evitar a conformação de vulnerabilidades associadas à euforia especulativa por parte dos agentes privados.

A avaliação apresentada por Foley (2001) contribui com *insights* interessantes em relação à natureza oscilante dos níveis de dinamismo e endividamento de uma economia aberta. Entretanto, deve ser compreendida como uma análise dentro de um escopo delimitado. A avaliação da economia de modo consolidado, a partir de uma visão de firma representativa, pode deixar de lado alguns elementos relevantes sobre sua dinâmica de funcionamento, especialmente sobre às relações entre os setores, ao papel do governo e ao caráter exógeno das fontes de financiamento externo, não necessariamente relacionadas à manipulação por parte de autoridades nacionais.

Na próxima seção, a intenção é apresentar uma versão estilizada de uma economia aberta, evidenciando principais saldos e transações intersetoriais. Pretende-se traçar pontos que permitam evidenciar a evolução da fragilidade dos setores, de modo individual e consolidado, tendo como ponto de referência principal o enfoque de Minsky (1986).

3.3. ANÁLISE DE FLUXOS E SALDOS

O objetivo desta seção é, por meio de uma análise dos principais saldos e transações intersetoriais numa economia aberta, evidenciar elementos que contribuem para a conformação vulnerabilidades em uma economia, tendo como referência a condição financeira dos setores e sua forma de interação, partindo de conceitos utilizados por Minsky (1986).

Como descrito por Minsky (1993:19):

The structure of an economic model that is relevant for a capitalist economy needs to include the interrelated balance sheets and income statements of the units of the economy. The principle of double entry book keeping, where financial assets are liabilities on another balance sheet and where every entry on a balance sheet has a dual in another entry on the same balance sheet, means that every transaction in assets requires four entries. Furthermore, the instruments of balance sheets include promises to make payments in some agreed upon currency either on demand, at some time or if some contingency occurs. The M' states that the means to make promised payments is normally derived from either realized or expected income flows.

As tabelas 5 e 6 evidenciam, respectivamente, uma versão estilizada do balanço e dos fluxos financeiros dos principais setores presentes em uma aberta pequena externamente devedora. A divisão setorial é feita da seguinte forma: famílias, firmas¹⁷, bancos, governo e banco central. Adicionalmente, é introduzido o setor “mundo”, que corresponde às contrapartidas dos estoques e transações internacionais.

¹⁷ Como simplificação, o conceito genérico de firmas adotado neste capítulo se aplica a empresas não financeiras. Na abordagem adotada nesta seção, as empresas financeiras se restringem aos bancos e ao banco central.

Tabela 5: Balanço de uma economia aberta, desagregado por setores.

	Famílias	Firmas	Bancos	Governo	Banco Central	Consolidado País	Mundo	Total
Depósitos	$+D$	-	$-D$	-	-	-	-	-
Reservas no BC	-	-	$+H_b$	$+H_g$	$-H$	-	-	-
Títulos públicos	-	-	$+B_b$	$-B$	$+B_{bc}$	-	-	-
Res. Internacionais	-	-	-	-	$FX.XR$	$FX.XR$	$-FX.XR$	-
Ações	$+P_E \cdot E$	-	-	-	-	-	-	-
Ágio - PL mercado	-	$+GW_f$	$+GW_b$	-	-	$+GW$	-	$+GW$
Crédito doméstico	-	$-L$	$+L$	-	-	-	-	-
Crédito externo	-	$-FX.XL_f$	$-FX.XL_b$	$-FX.XL_g$	-	$-FX.XL$	$+FX.XL$	-
Suporte de liquidez	-	-	$-RD$	-	$+RD$	-	-	-
Ativos de capital	-	$+P_K \cdot K$	-	-	-	$+P_K \cdot K$	-	$+P_K \cdot K$
Patrimônio Líquido	$-NW_h$	$-P_E \cdot E_f$	$-P_E \cdot E_b$	$-NW_g$	$-NW_{bc}$	$-P_E \cdot E + FX(XR - XL)$	$-NW_x$	$-P_K \cdot K - GW$
Soma	-	-	-	-	-	-	-	-

Nota: Sinal positivo (+) corresponde a ativos. Sinal negativo (-) saldos do passivo e do patrimônio líquido.

Legenda:

D = depósitos; H = base monetária; B = títulos públicos; P_e = preço das ações; E = estoque de ações; NW = patrimônio líquido; GW = ágio de valor das ações sobre valor patrimonial; R = reservas junto ao banco central; L = crédito doméstico; RD = linhas de suporte de liquidez do banco central ao sistema bancário; FX = taxa de câmbio; XL = crédito externo; K = estoque de capital; XR = reservas internacionais. Os subscritos h, f, b, g, bc e x indicam respectivamente famílias, firmas, bancos, governo, banco central e resto do mundo.

Fonte: Elaboração própria

Tabela 6: Fluxos intersetoriais de uma economia aberta

	Famílias	Firmas	Bancos	Governo	Banco Central	Consolidado País	Mundo	Total
Oferta global	-	$+Y_c + Y_k$	-	-	-	$+Y_c + Y_k$	$+FX.IM$	$+Y_c + Y_k + FX.IM$
Consumo	$-C$	-	-	$-G$	-	$-C - G$	$-FX.EX$	$-C - G - FX.EX$
Renda	$+W + Div$	$-W - Div$	-	-	-	-	-	-
Impostos	$-T$	-	-	$+T$	-	-	-	-
Saldo (1)	$+S'_h$	$+LO_f$	0	$+SP$	0	$+S'_p + S'_a$	$+S'_x$	$+S'_p + S'_a + S'_x$
Juros Tesouro	-	-	$+i_B \cdot B_h^{-1}$	$-i_R \cdot B^{-1}$	$+i_B \cdot B_{bc}^{-1}$	-	-	-
Juros Depósitos	$+i_D \cdot D^{-1}$	-	$-i_d \cdot D^{-1}$	-	-	-	-	-
Juros Crédito	-	$-i_L \cdot L^{-1}$	$+i_L \cdot L^{-1}$	-	-	-	-	-
Juros suporte liquidez	-	-	$-i_{RD} \cdot RD^{-1}$	-	$+i_{RD} \cdot RD^{-1}$	-	-	-
Juros crédito externo	-	$-i_{XL} \cdot FX \cdot XL_f^{-1}$	$-i_{XL} \cdot FX \cdot XL_b^{-1}$	$-i_{XL} \cdot FX \cdot XL_g^{-1}$	-	$-i_{XL} \cdot FX \cdot XL^{-1}$	$+i_{XL} \cdot FX \cdot XL^{-1}$	-
Juros reservas	-	-	-	-	$+i_{XR} \cdot FX \cdot XR^{-1}$	$+i_{XR} \cdot FX \cdot XR^{-1}$	$-i_{XR} \cdot FX \cdot XR^{-1}$	-
Dist. Lucros BC	-	-	-	$+DR_{bc}$	$-DR_{bc}$	-	-	-
Saldo (2)	$+S_b$	$+S_f$	$+S_b$	$+S_a$	0	$+S_p + S_a$	$+S_x$	$+S_p + S_a + S_x$
Operações em <i>default</i>	-	-	$-DEF$	-	-	$+DEF$	-	-
Depósitos	$-\Delta D$	-	$+\Delta D$	-	-	-	-	-
Reservas no BC	-	-	$-\Delta H_b$	$-\Delta H_g$	$+\Delta H$	-	-	-
Gastos de capital	-	$-I$	-	-	-	$-I$	-	$-I$
Crédito	-	$+\Delta L$	$-\Delta L + DEF$	-	-	-	-	-
Suporte de liquidez	-	-	$+\Delta RD$	-	$-\Delta RD$	-	-	-
Financiamento externo	-	$+FX \cdot \Delta XL_f$	$+FX \cdot \Delta XL_b$	$+FX \cdot \Delta XL_g$	-	$+FX \cdot \Delta XL$	$-FX \cdot \Delta XL$	-
Reservas internacionais	-	-	-	-	$-FX \cdot \Delta XR$	$-FX \cdot \Delta XR$	$+FX \cdot \Delta XR$	-
Títulos públicos	-	-	$-\Delta B_b$	$+\Delta B$	$-\Delta B_{bc}$	-	-	-
Saldo (3)	-	-	-	-	-	-	-	-
Memo:								
Variação cambial	-	$+\Delta FX \cdot XL_f^{-1}$	-	$+\Delta FX \cdot XL_g^{-1}$	$-\Delta FX \cdot XR^{-1}$	$-\Delta FX \cdot XL_a^{-1}$	$-\Delta FX \cdot XL_a^{-1}$	-
Ganho de capital	$-\Delta E \cdot P_F^{-1}$	$+\Delta E \cdot P_F^{-1}$	-	-	-	-	-	-

Legenda: Y_c = produção de bens de consumo; Y_k = produção de ativos de capital; FX = taxa de câmbio; IM = importações; EX = exportações; C = consumo; G = gastos do governo; I = gastos de capital; W = salários; Div = dividendos distribuídos; T = impostos; S'_h = poupança bruta das famílias; LO_f = resultado operacional das firmas; SP = *superavit* primário do governo; S'_x = *deficit* comercial; i_B = juros sobre títulos públicos; i_D = juros sobre depósitos; i_L = juros sobre empréstimos; i_{RD} = juros sobre linhas de suporte de liquidez do banco central ao sistema bancário; i_{XL} = juros sobre fluxos externos de capital; i_{XR} = juros sobre reservas internacionais; S_b = poupança líquida das famílias; S_f = resultado líquido das firmas; S_b = resultado líquido dos bancos; S_g = saldo fiscal nominal; S_x = *deficit* de conta-corrente; DEF = operações de crédito em *default*. O símbolo Δ indica variação em relação ao período imediatamente anterior. Os subscritos h, f, b, g, bc e x indicam respectivamente famílias, firmas, bancos, governo, banco central e resto do mundo. O sobrescrito -1 indica período anterior.

Fonte: Elaboração própria

Os saldos e transações são apresentados em uma lógica de quatro entradas, como discutido por Godley e Lavoie (2016). Uma transação entre dois setores envolve a saída de recursos do primeiro e uma entrada no segundo. Da mesma forma, para cada setor, um uso de fundos possui como contrapartida a uma fonte. Adicionalmente, as tabelas 5 e 6 buscam fornecer consistência entre fluxos e estoques. Os saldos no período t dependem dos saldos no período $t-1$, ajustados ao preço corrente, acrescidos dos fluxos entre os dois períodos. Como simplificação de análise, os preços dos diversos ativos são considerados fixos, com exceção dos preços das ações, dos ativos de capital e da taxa de câmbio.

A Tabela de fluxos intersetoriais (Tabela 6) é segmentada em três partes: a parte superior engloba transações reais da economia, correspondentes eminentemente às decorrentes das decisões de produção e de consumo. A parte intermediária corresponde às receitas e despesas financeiras da economia, relacionadas à remuneração sobre a posse prévia de ativos pelos setores. A parte inferior corresponde a um conceito abaixo da linha, de decisões de financiamento de posições deficitárias e de alocação do excedente, evidenciando a origem e aplicação de recursos gerados no período.

Como ressalva, não se tem como objetivo o desenvolvimento de um modelo formal de consistência entre fluxos e estoques, por meio do estabelecimento de funções de comportamento dos setores e de simulações sobre a evolução dinâmica das variáveis, nos moldes das contribuições, entre outros, de Godley e Lavoie (2006), Le Heron e Mouakil (2007), Santos e Zezza (2005), Nikiforos e Zezza (2017). Adicionalmente, é reconhecido que a divisão setorial adotada é uma simplificação, à medida que podem ser encontrados numa economia setores que não se encaixam nestas definições, como por exemplo, instituições financeiras não bancárias, que têm aumentado fortemente sua relevância nas últimas décadas¹⁸. A intenção é, a partir do desenho de relações de interdependência setoriais principais, traçar elementos para a compreensão sobre a evolução da fragilidade da economia.

¹⁸ Como discutido por Cintra e Farhi (2008), o avanço das inovações financeiras ao longo das últimas décadas contribuiu para um processo de elevação da interdependência entre agentes financeiros atuantes em diferentes segmentos de mercado e países. Em especial, os instrumentos derivativos e de securitização de dívida foram relevantes. A capacidade de instituições não bancárias, fora do escopo das autoridades regulatórias, em emular atividades típicas de bancos contribuiu para o crescimento de um sistema bancário à sombra (*shadow banks*).

Nas subseções que se seguem, são descritas sucintamente características e efetuadas análises dos setores:

3.3.1. Famílias

As famílias podem ser separadas analiticamente entre trabalhadores e proprietários de riqueza. A renda dos trabalhadores corresponde a salários, e dos proprietários de riqueza a juros provenientes de depósitos bancários e dividendos sobre ações corporativas. A posse de ações confere a seus detentores, adicionalmente, ganhos de capital, que embora contribuam para a variação patrimonial, não constituem rendimentos.

No esquema adotado nas tabelas 5 e 6, as famílias pagam impostos ao governo numa proporção fixa de sua renda. Assume-se por simplificação que somente as famílias pagam impostos. Adicionalmente, consomem produtos e serviços produzidos localmente ou importados. Seus gastos correspondem a bens de consumo, que correspondem a uma proporção de renda, mais um percentual de seu patrimônio¹⁹.

São assumidas duas alternativas de alocação da parcela não consumida da renda: depósitos bancários e ações. Por hipótese, somente as famílias são detentoras de ações, e sua oferta é considerada fixa²⁰, de modo que não são feitas novas emissões pelas firmas a cada período. Deste modo, novos fluxos de *superavit* de renda sobre os gastos são incorporados integralmente a novos depósitos bancários. As negociações de compra e de venda de ações são compensadas entre si entre as próprias famílias. O que oscila a cada período é a intensidade das negociações e sua direção, com efeitos sobre seus preços.

Como simplificação, as tabelas 5 e 6 não assumem a possibilidade de alavancagem por parte das famílias. De forma alternativa, poderia ter sido adotada uma hipótese mais realista, em que houvesse um espectro mais amplo de ativos demandado pelo setor, como títulos públicos, quotas de fundos de investimentos, outros ativos

¹⁹ Godley e Lavoie (2006) incorporam esta hipótese a partir da seguinte especificação: $C = \alpha_1 \cdot Y + \alpha_2 \cdot NW_h$, onde α_1 e α_2 correspondem respectivamente às frações da renda e do patrimônio que as famílias destinam ao consumo.

²⁰ Esta é uma hipótese extremamente simplificadora. É reconhecido que há uma ampla faixa de investidores que geralmente atuam nos mercados de ações. No caso do Brasil, de acordo com dados da BMF&Bovespa, no primeiro semestre de 2017, a participação nas negociações de ações era a seguinte: 15,5% de pessoas físicas, 28,5% de investidores institucionais, 6% do setor privado doméstico, e 50% de investidores estrangeiros.

financeiros, ou ainda a possibilidade de seu endividamento junto aos bancos. Adicionalmente, poderia ser considerada a hipótese de que as famílias empreendessem gastos de capital, por meio por exemplo, da aquisição de ativos imobiliários²¹.

Como variações no patrimônio influenciam os gastos das famílias, oscilações nos mercados acionários possuem efeitos sobre o consumo do setor. Períodos de alta nos mercados acionários podem gerar efeito positivo sobre o consumo, estimulando uma redução das taxas de poupança, compreendida pela relação $s_h = \frac{S_h}{W + Div + i_D \cdot D^{-1}}$. De modo inverso, períodos de baixa influenciam um aumento de s_h .

3.3.2. Firms

As firmas são entendidas como tomadoras ativas de decisão, no que diz respeito a novos investimentos e operações de crédito, no contexto de uma economia monetária de produção e de acirrada concorrência de capitais (Freitas, 1997; Minsky, 1986). Os processos correntes de produção decorrem de decisões pretéritas de investimentos, e novos gastos de capital objetivam o alcance de receitas superiores aos custos ao longo dos próximos períodos.

Seu balanço é composto no lado do ativo pelo estoque de capital ($P_k \cdot K$), cujo preço (P_K) oscila conforme as receitas operacionais esperadas ao longo de sua vida útil, tal que $P_K = \sum_{j=0}^n [LO_f^{[j]} / (1 + i)^j]$ ²². Os passivos são compostos por dívidas contraídas junto aos bancos (L) e a agentes externos (XL_f). Como simplificação, é admitido que não são mantidos estoques de produtos entre períodos e que a integralidade das dívidas no exterior é contratada em moeda estrangeira à taxa de câmbio FX.

²¹ É de se observar que nas últimas décadas os mercados imobiliários e o crédito às famílias têm apresentado papel relevante no dinamismo, e em termos de representatividade na alavancagem das principais economias. Neste sentido, pode ser destacado o caso dos Estados Unidos, onde o setor imobiliário teve importância central para os desdobramentos que contribuíram para a crise de 2008. De acordo com dados do Federal Reserve (*Flow of Funds*), no final daquele ano, o patrimônio imobiliário correspondia a 28% do total de ativos das famílias americanas (24% em 2016). A dívida imobiliária total correspondia das famílias correspondia a 73% do PIB (52% em 2016) e a dívida total das famílias a 96% do PIB (80% em 2016).

²² Onde $LO_f^{[j]}$ corresponde ao resultado operacional das firmas (antes dos encargos financeiros) no período j e i à taxa de juros de curto prazo. O valor de j está associado com o tempo decorrido entre o início de operação do estoque de capital da firma e o término de sua vida útil.

O valor econômico (VE_f) pode ser definido como a diferença entre o estoque de capital e o total dos passivos²³. O estoque de ações emitidas ($P_E \cdot E_f$) é tratado como equivalente ao patrimônio líquido, refletindo a percepção do mercado sobre o valor da firma²⁴. Este tratamento gera uma divergência entre $P_E \cdot E_f$ e VE_f , que é evidenciada na forma de um ágio (GW), registrado em seu ativo. Este ágio pode ser interpretado de modo semelhante ao q de Tobin (1969). A expressão (3.11) ilustra o valor de GW .

$$GW = P_e \cdot E_f - VE_f = (q - 1) \cdot VE_f; \quad q = P_e \cdot \frac{E_f}{VE_f} \quad (3.11)$$

O valor total das ações não coincide necessariamente com uma noção de fundamentos da firma, associada com suas expectativas de receitas. Este fato contraria a noção ortodoxa de mercados eficientes, como formulado por Fama (1965), que se baseado num contexto de riscos calculáveis, livre disponibilidade de informação e ausência de assimetrias entre investidores, supõe que o valor das ações contempla todas as informações relevantes, convergindo para seu “valor justo”. Já num cenário de conhecimento imperfeito, em que os comportamentos e tempos de resposta dos agentes são diferentes nos diversos mercados, e no qual as expectativas são baseadas em convenções (Keynes, 1936, 1937), não há um componente necessário que garanta o *market clearing* (Aglietta, 2004). Pelo contrário, a dinâmica eminentemente especulativa dos mercados financeiros contribui para descolamentos entre os preços, elevando relativamente os preços das ações nas fases de euforia ($q > 1$) e deprimindo-os nas fases de contração ($q < 1$).

As firmas produzem bens de consumo e de capital. A produção de bens de consumo pode ser vendida localmente às famílias ou exportada. Os bens de capital, por hipótese no esquema adotado, são destinados totalmente ao comércio doméstico intra-firmas. Os custos de produção se resumem ao pagamento de salários (W), como

²³ Outra forma de visualizar VE_f é como o valor presente líquido da firma, dado o estado das expectativas de longo prazo vigentes e a taxa de juros corrente. Neste sentido, corresponde às capacidades esperada de geração de fluxos de caixa líquidos de obrigações de produção e financeiras até o final da vida útil de seu estoque de capital. Em termos da Tabela 6 pode ser descrito como: $VE_f = \sum_{j=0}^n [S_f^{[j]} / (1 + i_b)^j] = P_k \cdot K - (X_{L_f} \cdot FX + L)$; onde $S_f^{[j]}$ corresponde às receitas líquidas esperadas da firma no período j , e i_b corresponde à taxa de juros da moeda, definida pelo governo

²⁴ Alternativamente, esta rubrica pode ser considerada como uma obrigação das firmas em relação aos acionistas, por meio do pagamento de dividendos. Godley e Lavoie (2016), por exemplo, utilizam em seus modelos a definição das ações como integrantes do passivo das firmas. Uma desvantagem deste expediente é a perda de significado do patrimônio líquido, que aparece como resíduo, podendo ser negativo em situações em que o preço das ações supera o valor econômico das firmas ($q > 1$).

hipótese simplificadora. Adicionalmente, parcela dos lucros é paga aos acionistas na forma de dividendos (*Div*). A parte residual é retida, correspondente ao resultado operacional (LO_f).

Num contexto de expectativas convencionais, os níveis de alavancagem considerados ideais oscilam conforme as expectativas, como descrito por Minsky (1986). Num estágio cíclico tipicamente especulativo, níveis de alavancagem mais elevados tendem a ser aceitos, conforme haja perspectivas positivas de lucros. A expressão (3.12) evidencia o cálculo do índice de alavancagem das firmas, como a relação entre o passivo e o capital próprio. Sua taxa de variação entre períodos pode ser identificada por (3.13):

$$LEV_f = \frac{PSV_f}{P_e \cdot E_f}; \quad PSV_f = L + FX \cdot XL_f \quad (3.12)$$

$$lev_f = psv - p_e = \lambda \cdot l + (1 - \lambda) \cdot (fx + xl_f) - p_e \quad (3.13)$$

Onde $\lambda = \frac{L}{PSV_f}$ e letras minúsculas indicam variação percentual de um período em relação ao anterior.

De acordo com (3.14), o indicador de alavancagem depende positivamente da variação dos passivos e negativamente do preço das ações. Uma situação de *boom*, em que haja movimento de alta do crédito e dos mercados de ações, pode resultar na redução do nível de alavancagem, caso $p_e > psv$. Da mesma forma, fases descendentes dos ciclos podem gerar elevação do indicador mesmo que as firmas promovam esforço de contração de seu nível de atividade e de endividamento, caso $p_e < psv$. Como mencionado por Minsky:

“If the conventional liability structure for financing positions in some capital assets changes so that more debt becomes acceptable, then the firms that financed their positions by conforming to the prior conventions acquire borrowing power: they can acquire cash by issuing more debt with the same capital assets as before. If the conventional debt-equity ratio does not change, but the market valuation of the cash flow generated by capital assets increases, then capital-asset-owning firms acquire borrowing power”. (Minsky, 1986:208)

Considerando que os mercados de capitais possuem capacidade de reação mais rápida a mudanças nas expectativas, o preço das ações pode atuar como elemento antecipador da variação na estrutura financeira das firmas, reduzindo a alavancagem e

induzindo à formação de novas posições especulativas nos períodos de euforia, ou deteriorando a estrutura financeira e forçando ajustes de desalavancagem nas contrações.

Depreciações da taxa de câmbio podem deteriorar a estrutura financeira mesmo em situações em que não haja novas contratações de dívida ou variações nos mercados de capitais, uma vez que incidem sobre o principal dos passivos externos. Um fato estilizado comum nos PEDs tem sido a trajetória procíclica da taxa de câmbio, com pressões de apreciação nos períodos de crescimento e depreciação nos episódios de retração, sujeitando as economias a processos de descasamentos de moeda, como reportado por Akyüs (2008), Eichengreen et alli (2002) e Ocampo (2011). Nas situações em que isto ocorre, há um elemento de reforço para a dinâmica instável dos ciclos em economias dependentes de crédito em moeda estrangeira.

A complexidade dos condicionantes para a instabilidade financeira em economias abertas pode ser retratada também a partir da análise de usos e fundos das firmas. Este ponto pode ser percebido pelas expressões (3.14) e (3.15), baseadas numa visão prospectiva a partir da Tabela 6. Novos investimentos podem ser financiados por recursos próprios ou por financiamentos junto a outros setores, que numa economia fechada se baseiam em empréstimos bancários. Numa economia aberta, há a possibilidade adicional de captação de recursos do exterior, considerados em sua integralidade em moeda estrangeira.

$$I^{+1} = S_f^{+1} + \Delta L^{+1} + \Delta XL^{+1}.(FX + \Delta FX^{+1}) \quad (3.14)$$

$$S_f^{+1} = LO_f^{+1} - i_L.L - i_X.FX.XL \quad (3.15)$$

$$S_f^{+1} \geq I^{+1}; \Delta PSV_f^{+1} \leq 0 \quad \rightarrow \quad \text{hedge} \quad (3.15a)$$

$$0 \leq S_f^{+1} < LO_f^{+1}; S_f^{+1} < I^{+1}; \Delta PSV_f^{+1} \geq 0 \quad \rightarrow \quad \text{especulativo} \quad (3.15b)$$

$$S_f^{+1} \leq LO_f^{+1}; S_f^{+1} < 0; \Delta PSV_f^{+1} > I^{+1} \quad \rightarrow \quad \text{Ponzi.} \quad (3.15c)$$

A expressão (3.14) identifica os mecanismos possíveis de financiamento das atividades das firmas. A expressão (3.15) ilustra como o serviço financeiro da dívida pode afetar os resultados e gerar condições de fragilidade, que tendem a ser mais complexas em economias abertas, que dependem adicionalmente das taxas de juros externas e da taxa de câmbio.

Numa estrutura financeira *hedge*, os gastos de capital são financiados a partir de recursos próprios e o resultado financeiro é não negativo, como exposto em (3.15a). Numa situação especulativa, a firma possui expectativa de resultados líquidos não negativos ($S_f \geq 0$), porém em montante menor que os gastos de capital, demandando recursos externos para seu financiamento, como em (3.15b).

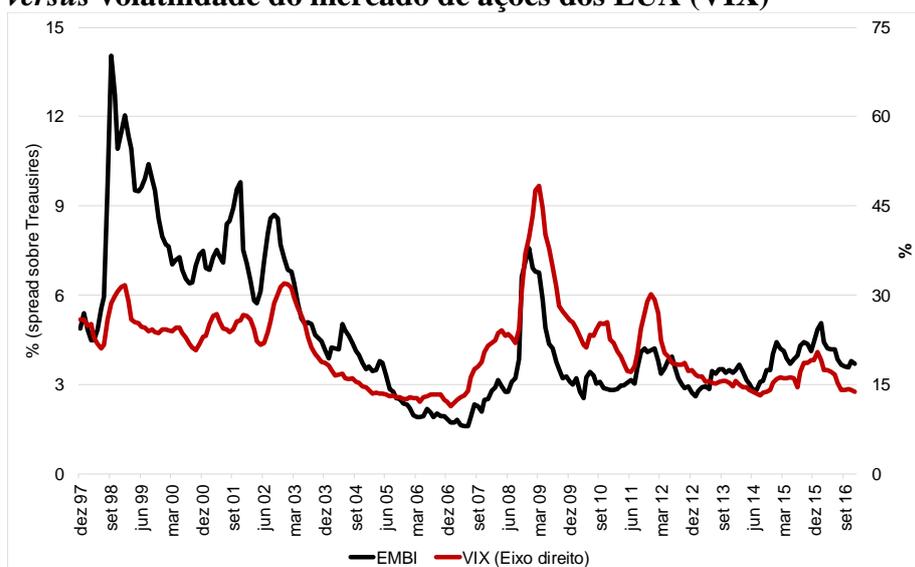
Numa posição *Ponzi*, exposta em (3.15c), a firma apresenta resultado líquido negativo, demandando recursos para financiar tanto novos investimentos quanto os *deficits* gerados no período. Num cenário de racionamento de crédito por parte dos bancos, há a necessidade de alienação de ativos como forma de honrar novos compromissos financeiros.

Como discutido por Foley (2001), mecanismos de incentivo favorecem que as firmas adotem comportamentos procíclicos em relação a seu nível de alavancagem, guiadas pelo objetivo de lucros. A existência de uma brecha positiva entre receitas esperadas e o preço de oferta dos ativos de capital incentiva novos investimentos enquanto o fluxo líquido esperado de rendimentos for superior aos custos financeiros esperados. A vulnerabilidade dos estados especulativos provém da suscetibilidade de variações adversas imprevistas das condições financeiras, em adição ao caráter intrinsecamente contingencial dos fluxos de receitas. A fragilidade financeira, ainda que latente, pode estar mascarada pelo estado de expectativas favoráveis.

Num contexto de economia aberta, são adicionadas duas variáveis que podem afetar os comprometimentos financeiros em relação a dívidas no exterior: as taxas de juros externas e a taxa de câmbio.

Sobre este ponto, é interessante destacar que existe elevada correlação entre os índices de *spread* de juros para títulos de longo prazo de países emergentes (EMBI) e a volatilidade do mercado acionários dos EUA (VIX), usualmente utilizado como *proxy* para o nível de aversão a riscos do mercado financeiro global, no valor de 55% no período entre dezembro de 1997 e dezembro de 2016. O gráfico 5 ilustra a evolução do índice EMBI *versus* o índice VIX no período considerado.

Gráfico 5: Spread de títulos públicos de longo prazo de países emergentes (EMBI) versus volatilidade do mercado de ações dos EUA (VIX)



Nota: Os dados referentes ao VIX correspondem à média móvel de 6 meses, obtidas a partir dos dados médios mensais.

Fonte: Banco Mundial (Global Economic Monitor) e Federal Reserve de St. Louis (FRED). Elaboração própria.

3.3.3. Bancos

Os bancos são apresentados de modo estilizado. Do lado de seus ativos, concedem empréstimos às firmas e adquirem títulos do governo. Do lado do passivo, captam recursos junto às famílias. Numa economia aberta, há a possibilidade adicional de captarem recursos do exterior. Seus resultados decorrem do diferencial de juros entre suas operações (Freixas e Rochet, 2008; Le Heron e Mouakil, 2007). Da mesma forma que em Le Heron e Mouakil (2007), é considerado que os bancos não incorrem em custos operacionais, como despesas administrativas e salários, e reinvestem totalmente seu lucro.

Da mesma forma que o comentado para as firmas, seu patrimônio líquido é mensurado pelo valor de suas ações negociadas no mercado, de posse das famílias. A diferença entre o valor total das ações e seu valor econômico, correspondente à diferença entre o valor presente de suas operações ativas e captações, corresponde um ágio (GW_b).

As instituições bancárias operam constantemente em busca de novos clientes e gerenciam suas carteiras de ativos e passivos com vistas à maximização de lucros. A adoção de posturas arriscadas e de inovações financeiras é inerente à sua atividade, imersa num contexto de intensa disputa competitiva (Minsky, 1896, Freitas, 1997). Da

mesma forma que as empresas, num contexto de expectativas convencionais, o nível de alavancagem considerado ideal tende a oscilar conforme o grau de expectativas vigente.

A atividade bancária confere elasticidade à moeda, por meio da expansão ou contração de suas operações. Os bancos possuem uma característica particular em relação aos demais setores da economia. Como instituições de depósito, são capazes de gerar os próprios meios de financiamento de suas atividades. De forma agregada, oscilações das atividades de crédito contribuem para variações do nível de depósitos, e por consequência, dos meios de pagamento. Para tanto, dependem fundamentalmente da confiança por parte do público em relação à disponibilidade de pronto saque. Situações em que esta confiança é quebrada, estão associadas, em geral a crises sistêmicas (Mendonça, 2002), com efeitos adversos sobre a liquidez da economia. Por este motivo, como descrito por Minsky (1986), a regulação sobre estas instituições é elemento essencial com vistas a proporcionar condições de fluidez dos sistemas de pagamento.

O banco central cumpre sua função regulatória por meio de diferentes mecanismos. Exige reservas obrigatórias líquidas como forma de controle da expansão dos ativos de crédito, correspondente a uma fração do montante total de depósitos ($\Lambda_1 \cdot D$). Adicionalmente, influencia a oferta de moeda por meio da base monetária (H_b). Como parte de suas funções de banco dos bancos e prestador de última instância, o banco central disponibiliza linhas de suporte de liquidez (RD) ao setor bancário. Geralmente, estas operações se caracterizam por ser de curtíssimo prazo²⁵, afim de suprir necessidades de fluxo de caixa diárias dos bancos.

Os bancos podem deter reservas voluntárias junto ao banco central ($\Lambda_2 \cdot D$). Este fato contribui para que a influência das autoridades sobre a oferta monetária seja reduzida e fique sujeita a variações nas condições de preferência pela liquidez e do grau de expectativas prevalecente, o que torna a oferta monetária endógena (Minsky, 1986; Freitas, 1997)²⁶. Este fato é reforçado pela capacidade dos bancos em captar recursos no

²⁵ Entretanto, como pôde ser percebido no auge da crise de 2008, nos EUA, e entre 2011 e 2012, na Europa, a autoridade monetária pode suprir linhas de liquidez aos bancos com prazos superiores, diante de condições críticas de liquidez, com a intenção de evitar processos de quebra sistêmica (Gros, Alcidi e Giovanni, 2012).

²⁶ A dificuldade das autoridades monetárias em controlar a economia por meio de agregados monetários é um fator que justifica por parte dos bancos centrais o uso das taxas de juros de curto prazo como instrumento de política monetária, com vistas a controlar o nível de liquidez da economia. Este controle é efetivado por meio de políticas de mercado aberto, em que o banco central intervém nos mercados

exterior ou de efetuar práticas de inovações financeiras em suas captações domésticas. A expressão (3.16) descreve a relação entre depósitos e a base monetária:

$$H_b = (\Lambda_1 + \Lambda_2).D \quad (3.16)$$

Onde Λ_1 corresponde ao percentual de encaixes obrigatórios no banco central em relação ao total de depósitos, e Λ_2 corresponde ao percentual de encaixes voluntários mantidos pelos bancos na autoridade monetária.

Por uma questão de simplicidade, não são levados em conta o efeito de regulações bancárias sobre os balanços dos bancos, nos moldes do acordo de Basileia 3²⁷.

O nível de alavancagem bancário e sua taxa de variação podem ser expressos pelas expressões (3.17) e (3.18), pela relação entre o total do passivo e o patrimônio líquido, como nas firmas. Sua evolução depende positivamente da evolução dos saldos de passivo e negativamente do preço das ações. Da mesma forma que para as firmas, em cenários cíclicos expansivos, processos de valorização dos mercados acionários podem até mesmo contribuir para a redução do nível de alavancagem, caso a taxa de crescimento dos preços das ações seja superior à taxa de crescimento dos passivos. Há neste sentido, um componente de reforço às expectativas, contribuindo para a expansão das atividades no auge e criando gargalos nas fases de descenso²⁸.

$$LEV_b = \frac{PSV_b}{P_E.E_b} = \frac{D+FX.XL_b+RD}{P_E.E_b}; \quad PSV_b = D + FX.XL_b + RD \quad (3.17)$$

$$lev_b = d.\zeta_1 + \zeta_2.(fx + xl_b) + (1 - \zeta_1 - \zeta_2).RD - p_e; \quad (3.18)$$

secundários comprando ou vendendo títulos públicos junto aos bancos, a partir de uma meta definida de taxas de juros.

²⁷ Em linhas gerais, Basileia 3 consiste na exigência de níveis mínimos de capital, conforme a exposição aos riscos de crédito, de mercado e operacional das instituições bancárias, calculados de acordo com parâmetros predefinidos ou avaliações promovidas pelas próprias instituições financeiras e autorizadas pelos órgãos de regulação e supervisão bancária. Adicionalmente, Basileia 3 possui exigências mínimas de alavancagem (capital/ativos totais), liquidez e mecanismos de amortecimento anticíclico, com a previsão de *buffers* de capital variáveis conforme o nível de atividade (Freitas, 2012).

²⁸ A dificuldade por parte dos bancos em ajustar seu nível de capital nas fases de descenso, em função do aumento da alavancagem decorrente da depreciação dos ativos pode ser ampliada pelos requerimentos de capital por parte das autoridades regulatórias. Este é o caso do acordo de Basileia 3, que demanda níveis mínimos de capital aos bancos, de acordo com o montante de ativos ponderados pelo risco em seus balanços. Ainda que este acordo tenha corrigido muitos aspectos de sua versão anterior, Basileia2, que tinham um viés procíclico, como discutido por Freitas (2008), ainda podem ser percebidos elementos na mesma direção no atual formato, à medida que há o incentivo de que as exigências de capital sejam calculadas conforme modelos de gestão de riscos dos bancos, que incorporam variáveis associadas ao estado corrente de expectativas (Freitas, 2012).

Onde $\zeta_1 = \frac{D}{PSV_b}$, $\zeta_2 = FX \cdot \frac{XL_b}{PSV_b}$ e letras minúsculas indicam variação percentual da variável em relação ao período anterior. Como já ressaltado no item 3.3.1, é suposto que não ocorrem novas emissões primárias de ações.

Considerando que *RD* seja irrelevante em condições de tranquilidade, numa economia fechada, a evolução do passivo bancário está diretamente ligada ao nível de atividade, considerando a estreita relação já comentada dos depósitos com as atividades de empréstimo. Em economias abertas, o acesso a recursos no exterior amplia a capacidade de expansão das operações de crédito, embora suscite o risco de descasamento de ativos e passivos. Depreciações da taxa de câmbio podem se refletir em aumento da alavancagem, mesmo que não haja oscilações do nível de atividade. Como o discutido para as firmas, o comportamento procíclico da taxa de câmbio e dos preços das ações pode elevar a vulnerabilidade do setor, à medida que dado um nível ótimo de alavancagem, estimulam o crescimento das atividades nas fases de crescimento e geram gargalos de capital, em fases de descenso, que induzem ao encolhimento das operações.

A atividade de concessão de crédito envolve um risco associado ao *default* das operações. Montantes não honrados pelos devedores geram perdas de receitas, prejudicando sua rentabilidade e reduzindo o valor de mercado de seus ativos no mesmo montante. Na tabela 6, as operações em *default* são registradas na coluna dos bancos como uma saída de recursos após o resultado líquido, como um uso de fundos, tendo como contrapartida uma baixa sobre o saldo de empréstimos²⁹.

Como já mencionado, a obtenção de rentabilidade positiva é o principal fator que move novas operações de crédito por parte dos bancos. Do ponto de vista da decisão microeconômica de uma firma bancária, o lucro corresponde ao *spread* entre operações

²⁹ Como forma de manter a consistência contábil das tabelas 5 e 6, o lucro líquido dos bancos depende de ajuste referente à subtração do *spread* entre as operações de crédito e de captação, pelo montante não performado no período, ou seja $S_{b(a)} = S_b - DEF$, onde $S_{b(a)}$ representa o lucro líquido ajustado dos bancos, S_b corresponde aos ganhos decorrentes do diferencial de spreads, supondo a não existência de *default*, e $DEF^{+1} = PD \cdot i_L \cdot L$ representa o *default* esperado. Em relação ao saldo de empréstimos no período $t+1$, corresponde ao somatório do saldo inicial em t e dos novos saldos líquidos gerados entre os períodos, subtraídos pelo montante não performado, de modo que $L^{+1} = L + \Delta L^{+1} - DEF^{+1}$. Do ponto de vista das firmas, o saldo de empréstimos não se altera, à medida que o não cumprimento de seus passivos junto aos bancos não exclui sua necessidade de pagamento. Por isso, esta é uma exceção ao sistema de quatro partidas intersetoriais.

ativas e passivas, ajustado pela probabilidade esperada de *default* (*PD*), como exposto em (3.19), assumindo a inexistência de garantias associadas às operações.

$$S_{b(a)}^{t+1} = (1 - PD^{+1}) \cdot i_L \cdot L + i_B \cdot B_b - i_D \cdot D - i_{XL} \cdot FX \cdot XL_b - i_{RD} \cdot RD \quad (3.19)$$

Numa perspectiva pós-keynesiana, as expectativas de *default* das operações correntes são fruto de convenções, baseadas nos eventos passados e sujeita a erros de estimativa *ex post*. Em períodos de euforia, a *PD* tende a ser subestimada, estimulando o crescimento das atividades de empréstimos. Da mesma forma, pode ser superdimensionada em fases de retração, favorecendo uma postura defensiva pelos bancos. Variações nos percentuais de perda nas operações de crédito em relação às expectativas atuam de modo auto-referencial, reforçando ou refutando projeções passadas.

A expressão (3.20) evidencia a relação entre fluxos e fundos por parte dos bancos entre os períodos *t* e *t+1*, evidenciando os mecanismos de financiamento de sua atividade de crédito e que condicionam sua condição financeira.

$$(\Delta L - DEF^{+1}) = S_{b(a)}^{t+1} + (\Delta D - \Delta H_b) + FX^{+1} \cdot \Delta XL_b + \Delta RD - \Delta B_b \quad (3.20)$$

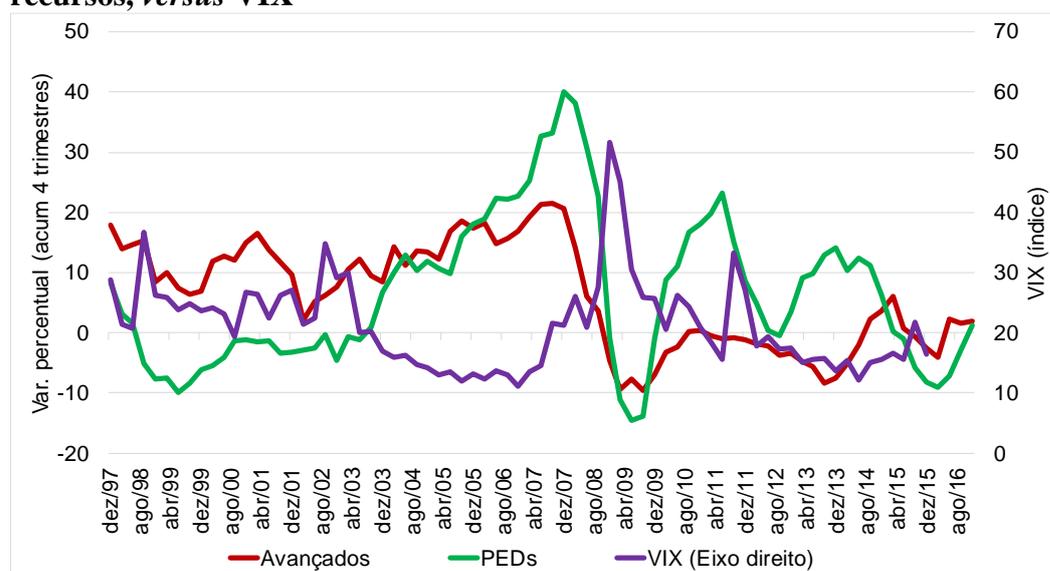
Os bancos são entidades especulativas por natureza. Além de sua capacidade inerente de criação de moeda por meio de novos depósitos, podem utilizar recursos externos captados junto a outros setores como *funding* para novas concessões de empréstimos. São inerentemente suscetíveis a variações nas condições financeiras ou na performance da carteira de empréstimos que afetem suas condições de rentabilidade. A incorrência em lucros negativos por períodos continuados gera situações *Ponzi*, demandando a contração de suas operações ativas. Da mesma forma que o descrito para as firmas, pode ser definido um componente procíclico na atividade bancária.

Considerando que aquisições de títulos públicos ($\Delta B > 0$) num cenário de ociosidade de recursos tenham como contrapartida um aumento dos depósitos, do ponto de vista agregado da economia³⁰, e que o risco de crédito do governo seja desprezível

³⁰ A variação de posições deficitárias pelo governo, numa situação de ociosidade de recursos, possui como efeito no setor privado um aumento da demanda efetiva e da renda no montante do aumento dos gastos. Neste sentido, a aquisição de títulos públicos pelos bancos, financiando o *deficit* fiscal, contribui para o aumento de sua base de depósitos, em virtude do acréscimo de renda proporcionado. Num cenário tipicamente ortodoxo, de plena ocupação de recursos, diferentemente, o financiamento do *deficit*

em moeda nacional (Wray, 2000; Sardoni 2013), os efeitos de ΔB tendem a ser limitados sobre a condição financeira dos bancos. Por outro lado, variações da *performance* da carteira de crédito em relação ao esperado podem ter por efeito a conformação de *spreads* negativos entre operações ativas e passivas. Em economias abertas, variações das taxas de juros externas e da taxa de câmbio incrementam o potencial de vulnerabilidade, em especial nos PEDs, em virtude de assimetrias nos sistemas monetário e financeiro internacional, discutidas no capítulo 2.

Gráfico 6: Ativos externos de bancos internacionalmente ativos, por destino de recursos, versus VIX



Fonte: BIS. Elaboração própria.

Do ponto de vista das relações financeiras entre devedores e instituições financeiras internacionalmente ativas, o estímulo procíclico do crédito opera de modo diferenciado, sobretudo nos PEDs, como discutido por Prates (2004), Akyüs (2008) e Amado e Resende (2007). A alocação dos ativos das instituições credoras externas é influenciada em grande medida por impulsos provenientes de suas matrizes. Períodos de maior tranquilidade favorecem tendência à maior diversificação de suas carteiras, ocorrendo o contrário em situações de maior pessimismo. Este comportamento contribui para que países devedores líquidos, em especial PEDs, se tornem suscetíveis a variações de fluxos de crédito exógenas a seus ciclos domésticos. O gráfico 6 evidencia que os ativos externos dos bancos internacionalmente ativos oscilam de modo inverso à *proxy* de aversão a riscos do mercado financeiro americano, correspondente ao índice VIX.

público por parte dos bancos possui como efeito uma redução correspondente no montante de ativos de crédito, resultando num efeito *crowding out*. Este ponto pode ser observado em Freixas e Rochet (2008).

Adicionalmente, nota-se que os fluxos para os PEDs oscilam numa amplitude superior aos direcionados a economias avançadas.

Pelo papel que desempenham na economia, como criadores de moeda privada, o encolhimento dos empréstimos bancários resulta em destruição de moeda, prejudicando as condições de liquidez da economia e de rolagem de posições devedoras por agentes alavancados nos demais setores da economia. Do mesmo modo que a expansão de suas atividades em períodos de crescimento contribui para a conformação de circuitos virtuosos sobre crescimento dos investimentos e as expectativas, a contração de suas operações pode desencadear efeitos em cadeia para o restante da economia. Como discutido por Kregel (2004):

“Thus, a decision by a lender to stop lending is a decision to recognize that what had been carried on its balance sheet as a positive value now has none, and thus has to be taken as a charge against earnings and then against capital. If the lender had issued liabilities, as most financial institutions do, then the value of those liabilities becomes questionable and its lenders may withdraw, leading to what Minsky, following Irving Fisher, called a debt deflation. Borrowers attempt to sell assets to repay liabilities, which causes the value of the assets to plunge further, as investors “sell position to make position,” creating a downward spiral in which everyone is a seller and prices continue to fall, causing even hedge units to be driven into speculative and then Ponzi financing. The result is a crisis in which no borrower or lender is able to meet commitments and debt servicing is suspended” (Kregel, 2004: 577)

3.3.4. Governo e banco central

O governo arrecada impostos das famílias e atua como fornecedor de serviços públicos e agente autônomo de gastos.

No esquema das tabelas 5 e 6, seus gastos são compostos integralmente por consumo. Seu patrimônio líquido (NW_g) corresponde à diferença entre o saldo corrente mantido junto ao banco central no lado do ativo, e o somatório de títulos públicos emitidos domesticamente e no exterior no lado dos passivos. Por uma questão de simplicidade, não são considerados outros ativos e passivos do governo.

O balanço do banco central está discriminado no balanço do governo como forma de evidenciar atividades específicas que este desempenha. O Banco Central possui um leque amplo de atividades sob seu escopo, entre as quais podem ser destacadas a de banco dos bancos, de executor da política monetária e da política cambial. Pode atuar

como agente financeiro do governo, por meio da aquisição de títulos públicos e da capacidade de emissão de moeda, fornecendo liquidez ao governo em moeda local. Como regulador do sistema bancário, pode exigir dos bancos a manutenção de encaixes mínimos em relação ao montante de depósitos (H_b) ou de níveis mínimos de capital em relação aos ativos expostos a risco, nos moldes dos acordos de Basileia. Ao utilizar as taxas de juros como principal instrumento de política monetária, compra e vende títulos públicos de sua carteira junto ao sistema bancário. Adicionalmente, mantém reservas em moeda estrangeira, que podem ser utilizadas com fins prudenciais ou como forma de gerenciamento da taxa de câmbio. Os resultados do banco central são distribuídos ao governo ao fim de cada período, sendo incorporados ao saldo fiscal (DR_{bc}).

O banco central se constitui como entidade fundamental para a manutenção da estabilidade e as condições de liquidez do sistema econômico, atenuando a volatilidade cíclica inerente à economia estimulada pela atividade bancária, como elemento de estabilidade dos preços e como prestador de última instância (Chick, 2010; Minsky, 1986). De acordo com Chick (2010:148):

“Thus well-developed financial markets are both a blessing and a curse: they allow such situations to develop but also provide a mechanism for their eventual relief, albeit at a cost of increased market volatility and potential loss in the downturn. These mechanisms contribute cyclical instability to a fragility already inherent in the banking system. Minsky acknowledges that the existence of an activist central bank is important for maintaining the stability and liquidity of the system: the ‘Big Bank’ is needed, first to manage government debt to sustain moderately stable prices and secondly to act as lender of last resort when the banking system as a whole needs liquidity”.

O balanço consolidado do governo e do banco central é expresso em (3.21):

$$NW_{g+bc} = -H_b + FX.XR + RD - B_b - FX.XL_g \quad (3.21)$$

Na expressão (3.22), como exposto por Barbosa-Filho (2014), a dívida consolidada líquida do governo e banco central ($DL_{g;bc}$), pode ser expressa pela diferença entre o total dos passivos e os ativos financeiros dos dois setores. Partindo do balanço exposto na Tabela 5, corresponde à soma dos títulos públicos domésticos em poder do setor privado; captações em moeda estrangeira e base monetária; subtraídos das reservas em moeda estrangeira detidas pelo Banco Central.

$$DL_{g;bc} = B_b + FX.(XL_g - XR) + H_b - RD = -NW_{g+bc} \quad (3.22)$$

Em termos de variação, tem-se que:

$$\Delta DL_{g+bc} = \Delta B_b + \Delta FX \cdot (XL - XR) + FX \cdot (\Delta XL - \Delta XR) + \Delta H_b - \Delta RD \quad (3.23)$$

Partindo da Tabela 6, em termos da variação entre os períodos t a $t+1$:

$$\Delta B_b + FX \cdot (\Delta XL - \Delta XR) + \Delta H_b - \Delta RD = -SP_g^{t+1} + i_b \cdot B_b + FX \cdot (i_{XL} \cdot XL_g - i_{XR} \cdot XR) - i_{RD} \cdot RD \quad (3.24)$$

Substituindo (3.24) em (3.23):

$$\Delta DL_{g+bc} = -SP_g^{t+1} + i_b \cdot B_b + FX \cdot (i_{XL} \cdot XL_g - i_{XR} \cdot XR) - i_{RD} \cdot RD + \Delta FX \cdot (XL - XR) \quad (3.25)$$

A taxa de crescimento da dívida líquida do governo normalizada pelo PIB pode ser expressa por (3.26), a partir de (3.25):

$$\frac{\Delta \left(\frac{DL_{g+bc}}{Y} \right)}{\frac{DL_{g+bc}}{Y}} = -\overline{SP}_g^{t+1} + \varphi_1 \cdot i_b + \varphi_2 \cdot i_{XL} - \varphi_3 \cdot i_{XR} + (\varphi_2 - \varphi_3) \cdot g_{FX} - \varphi_4 \cdot i_{DR} - g_Y \quad (3.26)$$

$$\text{Onde } \overline{SP}_g^{t+1} = \frac{SP^{t+1}}{DL_{g+bc}}; \quad \varphi_1 = \frac{B_b}{DL_{g+bc}}; \quad \varphi_2 = FX \cdot \frac{XL}{DL_{g+bc}}; \quad \varphi_3 = FX \cdot \frac{XR}{DL_{g+bc}}; \quad \varphi_4 = \frac{RD}{DL_{g+bc}};$$

$$g_{XR} = \frac{\Delta XR}{XR}; \quad e \quad g_Y = \frac{\Delta Y}{Y}$$

A expressão (3.26) pode ainda ser simplificada, com o cálculo da taxa de juros implícita à dívida líquida do governo (i_{DLG}), como a média ponderada das taxas de juros incidentes sobre a dívida líquida, em (3.27), de modo semelhante ao calculado por Barbosa-Filho (2014):

$$i_{DLG} = \frac{i_b \cdot B_b + FX \cdot (i_{XL} \cdot XL_g - i_{XR} \cdot XR) - i_{RD} \cdot RD}{DL_{g+bc}} = \varphi_1 \cdot i_b + \varphi_2 \cdot i_{XL} - \varphi_3 \cdot i_{XR} - \varphi_4 \cdot i_{DR} \quad (3.27)$$

A expressão (3.26) modificada fica como em (3.26a) abaixo:

$$\frac{\Delta \left(\frac{DL_{g+bc}}{Y} \right)}{\frac{DL_{g+bc}}{Y}} = -\overline{SP}_g^{t+1} + i_{DLG} + (\varphi_2 - \varphi_3) g_{FX} - g_Y \quad (3.26a)$$

Trajetórias crescentes da dívida líquida são indicativos de aumento da vulnerabilidade e de possíveis dificuldades em honrar compromissos futuros ou de refinanciamento de posições vencidas. A expressão (30a) evidencia quatro fatores principais que influenciam evoluções crescentes da dívida líquida em relação ao PIB: *deficits* fiscais primários ($SP_g^{t+1} < 0$), as taxas de juros incidentes sobre o total do passivo líquido

financeiro do governo consolidado (i_{DLG}), depreciações da taxa de câmbio (g_{FX}), e de modo negativo, a taxa de crescimento da economia (g_Y).

Diferentemente do conceito de dívida líquida, que deduz os ativos financeiros do total dos passivos, o conceito de dívida bruta mostra uma análise da exposição total da economia, sem levar em consideração os ativos financeiros do governo e a base monetária. A dívida bruta e sua variação entre os períodos t a $t+1$ podem ser colocadas como em (3.28) e (3.29):

$$DB_{g;bc} = B_b + FX.XL_g \quad (3.28)$$

$$\Delta DB_{g;bc} = \Delta B_h + FX \cdot \Delta XL_g + \Delta FX.XL_g \quad (3.29)$$

Com base na tabela 6, e calculando a taxa de variação da dívida bruta em relação ao PIB do mesmo modo feito para a dívida líquida, tem-se que:

$$\frac{\Delta(DB_{g;bc}/Y)}{\frac{DB_{g;bc}}{Y}} = -\widehat{sp}_g^{t+1} + \lambda_1 \cdot i_L + \lambda_2 \cdot i_{XL} + \lambda_2 \cdot g_{FX} + \widehat{XR} \cdot (g_{XR} - i_{XR}) - \widehat{H}_b \cdot g_{H_b} + \widehat{RD} \cdot g_{RD} - g_Y \quad (3.30)$$

Onde $\widehat{sp}_g^{t+1} = \frac{SP_g^{t+1}}{DB_{g;bc}}$; $\widehat{XR} = \frac{XR}{DB_{g;bc}}$; $\widehat{H} = \frac{H}{DB_{g;bc}}$; $\widehat{RD} = \frac{RD}{DB_{g;bc}}$; $\lambda_1 = \frac{B_b}{DB_{g;bc}}$ $\lambda_2 =$
 $FX \cdot \frac{XL}{L+FX.XL}$; $g_{FX} = \frac{\Delta FX}{FX}$; e $g_{H_b} = \frac{\Delta H_b}{H_b}$.

Simplificando (3.30) em termos das taxas de juros implícitas sobre a dívida bruta do governo³¹, tem-se:

$$\frac{\Delta(DB_{g;bc}/Y)}{\frac{DB_{g;bc}}{Y}} = -\widehat{sp}_g^{t+1} + i_{DBG} + \lambda_2 \cdot g_{FX} + \widehat{XR} \cdot (g_{XR} - i_{XR}) - \widehat{H}_b \cdot g_{H_b} + \widehat{RD} \cdot (g_{RD} - i_{RD}) - g_Y \quad (3.30a)$$

O conceito de dívida bruta não leva em conta possíveis atenuantes que a posse de ativos financeiros confere para o amortecimento das necessidades de financiamento. Por outro lado, contribui para o reconhecimento do ônus fiscal gerado pela manutenção de ativos financeiros por parte do governo consolidado, como é o caso das reservas internacionais e das operações de suporte de liquidez ao setor bancário, correspondente ao diferencial entre a taxa de juros implícita da dívida externa bruta e a remuneração correspondente.

³¹ As taxas de juros implícitas sobre a dívida bruta do governo (i_{DBG}) podem ser calculadas como a média ponderada das taxas de juros incidentes sobre o estoque anterior da dívida, tal que $i_{DBG} = \lambda_1 \cdot i_L + \lambda_2 \cdot i_{XL}$.

Adicionalmente, deixa evidente a alternativa da base monetária como mecanismo de financiamento do governo em relação à emissão de instrumentos de dívida³². Este procedimento pode ser feito diretamente pelo governo, por meio do acesso à conta única junto ao banco central (ΔH_g), pela venda de títulos diretamente ao Banco Central (ΔB_{bc}) ou de modo indireto, por meio da emissão de títulos de dívida junto ao setor privado e concomitante esterilização por parte do banco central, recomprando-os.

3.3.4.1. Sustentabilidade da dívida pública e política macroeconômica

As expressões (3.26) e (3.30) expressam identidades contábeis, dentro das devidas simplificações adotadas no esquema nesta seção, em relação a fatores que contribuem para a alta ou a queda da relação dívida-PIB. Não trazem por si só implicações baseadas em referenciais teóricos. Sua interpretação tende a variar conforme o arcabouço subjacente.

Como discutido por Ocampo, Rada e Taylor (2009), numa perspectiva ortodoxa, a insustentabilidade da dívida total do governo pode ser atribuída a atitudes expansionistas da política fiscal, que comprometem a capacidade de geração de saldos fiscais positivos e de manter a dívida pública em patamares não explosivos, minando a credibilidade do governo junto aos agentes financiadores. Num cenário de equilíbrio com plena utilização dos fatores, posições fiscais deficitárias podem ser compreendidas como ineficazes, contribuindo para a compressão dos gastos privados e para a elevação dos preços. Este ponto é válido tanto em abordagens com expectativas adaptativas, que admitem efeitos de curto prazo (Friedman e Heller, 1969; Friedman, 1956; 1968),

³² Numa acepção ortodoxa, em que o estado de pleno emprego é a forma natural, este expediente geralmente é compreendido como gerador de inflação (Friedman, 1956). Numa perspectiva pós-keynesiana, os efeitos de um aumento da base monetária sobre os preços são menos óbvios, em que a inflação é resultante de um contexto particular e não automático de plena ocupação dos recursos. Numa hipótese em que haja ociosidade, com prevalência de expectativas otimistas, um aumento da base monetária pode contribuir positivamente para relaxar limitações ao aumento do crédito bancário, com o crescimento da oferta de moeda se ajustando à demanda crescente por transações. Já em períodos de baixo estado das expectativas e elevada preferência pela liquidez, uma elevação da base monetária pode simplesmente resultar no direcionamento pelos bancos de seus recursos em ativos líquidos, sem afetar a expansão do crédito, podendo coincidir inclusive com um cenário deflacionário. Wray (2008) comenta que há, neste sentido, uma causalção reversa na equação de trocas da teoria quantitativa da moeda, em que o nível de renda nominal determina a quantidade de moeda e a velocidade de circulação.

quanto de expectativas racionais, que partem de uma lógica de equivalência ricardiana (Barro, 1974).

Um tema comum na ortodoxia em relação à gestão da dívida pública é o conceito de dominância fiscal (Walsh, 2010; Turner, 2011; Woodford, 2001). Uma situação de descontrole das finanças públicas e de elevação da dívida pública gera obstáculos para a ação do banco central em relação a seus objetivos de política monetária. O uso das taxas de juros como instrumento de contenção de preços e atração de capitais pode deteriorar ainda mais os saldos fiscais, aumentando as expectativas de futuro *default* ou de monetização da dívida, atuando em sentido contrário aos objetivos de estabilização dos preços³³.

Este fator atua da mesma forma em relação à capacidade de atração de capitais externos, que a partir de certa combinação de dívida e juros, tendem a ser repelidos diante da aversão a riscos dos investidores. Nesta situação, ocorre a perda da efetividade das taxas de juros como instrumento de política monetária e de atração de capitais, diante de uma situação tipicamente *Ponzi* por parte do setor público. O meio mais adequado para promover a sustentabilidade das finanças públicas e dos níveis de preços é o restabelecimento da credibilidade da política fiscal, o que envolve um esforço de consolidação.

A centralidade da gestão macroeconômica como aspecto conformador de instabilidade, resultando em saída de capitais externos e crises gêmeas, fiscal e externa, é presente também nos modelos de crises cambiais de primeira e segunda geração (Canuto e Curado, 2001). As crises de primeira geração podem ser representadas, principalmente por Krugman (1979). O autor associa crises de balanços de pagamentos a ataques especulativos e à incapacidade dos governos em manter a paridade fixa de suas moedas, diante dos efeitos gerados por *deficits* fiscais sobre a oferta de moeda e a taxa de inflação, contribuindo para a exaustão das reservas internacionais.

³³ Turner (2011) comenta que da mesma forma que a dominância fiscal, outro problema pode surgir da administração dos *deficits* públicos se relaciona à dominância monetária, que ocorre em situações em que o *deficit* público contribui para a conformação de processos inflacionários. O aumento das taxas de juros como forma de controle da inflação nesta situação eleva os encargos financeiros sobre a dívida, demandando por parte dos governos um esforço cada vez maior de redução dos *deficits* públicos como forma de estabilização da dívida e dos preços. Embora os conceitos de dominância fiscal e monetária sejam diferenciados, ambos possuem como raiz uma situação inicial de desequilíbrio fiscal, que ocasiona distorções sobre os níveis de preços ou a credibilidade da dívida pública.

Os modelos de segunda geração, que podem ser representados por Obstfeld (1995) e Obstfeld e Rogoff (1994), reconhecem que há um *trade-off* entre a defesa da taxa de câmbio e objetivos de política macroeconômica em regimes de câmbio fixo e liberdade de capitais, fazendo com que os governos percam autonomia de política monetária. Choques que afetem o nível de demanda agregada contribuem para o conflito de ação por parte dos *policy-makers* entre a defesa da taxa de câmbio, por meio do aumento das taxas de juros domésticas, e do nível de atividade. Neste sentido, há o estímulo por parte do setor privado, sobretudo dos investidores financeiros, em se antecipar, causando movimentos de profecias auto-realizáveis de saída de capitais, exaustão das reservas e depreciação das taxas de câmbio.

Já numa perspectiva heterodoxa, a avaliação dos elementos relacionados à sustentabilidade da dívida pública possui diferenciações relevantes em relação às versões ortodoxas supramencionadas.

Um ponto inicial diz respeito ao papel específico do Estado e sua diferenciação em relação ao setor privado. Diferentemente das firmas e dos bancos, os gastos do governo não são orientados pelo objetivo de maximização de lucros. Keynes (1936) pontua a relevância de sua atuação ligada a medidas que contribuam para o alcance de um nível ótimo de investimento e emprego de modo agregado.

Neste sentido, o Estado possui função complementar ao setor privado, de modo a contribuir para a manutenção do emprego e da renda em níveis considerados adequados. Partindo de uma conceituação tipicamente *kaleckiana* de que os gastos determinam a renda, os gastos públicos devem ser vistos em relação à sua capacidade de geração de demanda efetiva. O governo não pode ser considerado, numa ótica microeconômica de administração financeira, como um ente isolado, cujos desembolsos não produzem efeitos sistêmicos.

De acordo com Minsky (1986), o Estado pode ser identificado como agente de amortecimento anticíclico. Sua ação busca prover a sustentação de um nível mínimo de demanda efetiva e evitar o colapso de liquidez de setores altamente alavancados durante fases de retração cíclica, com vistas a desviar a economia de processos típicos de deflação de dívidas, no sentido empregado por Fisher (1933). Da mesma forma, possui a incumbência de regulação e controle da atividade do setor privado nos períodos de bonança, com vistas a evitar a formação de comportamentos de euforia exagerada, que

contribuam para a conformação de vulnerabilidades. Neste último ponto, dado o caráter peculiar da atividade bancária, em relação à capacidade monetária e elos sistêmicos nos sistemas de pagamento, a sua regulação é particularmente relevante (Freitas, 1997; Minsky, 1986; Minsky, Gatti e Gallegati, 1994).

A perspectiva pós-keynesiana parte da negação do princípio ortodoxo do orçamento equilibrado. É enfatizado o caráter funcional das finanças públicas, no sentido empregado por Lerner (1955). Numa situação de ociosidade de recursos, os gastos do governo geram renda e o aumento de seus passivos contribui para aumentar a liquidez da economia (King, 2013). O Estado possui a capacidade de atuar como empregador de última instância (Tcherneva, 2008; Sardoni, 2013; Wray, 2000). A característica da moeda, de portadora universal de liquidez, e o monopólio de emissão estatal reforçam este argumento, conferindo ao Estado posição privilegiada associada à elevada capacidade de endividamento em sua própria moeda.

Num cenário em que o pleno emprego não é uma condição natural de equilíbrio, medidas de correção de instabilidades focadas puramente na redução dos gastos do governo podem ter efeito contrário ao pretendido. Um corte dos gastos do governo pode ter como efeito imediato uma redução do nível de renda superior à redução pretendida do *deficit* primário, com o risco de geração de uma espiral deflacionária em relação à renda e ao aumento da dívida.

A presença da incerteza torna o ambiente econômico intrinsecamente instável. Difere da visão neoclássica, que considera a economia como potencialmente estável, desviada por eventos externos às relações econômicas ou falhas de conduta do Estado, ou mesmo do keynesianismo *mainstream* típico do pós-Segunda Guerra Mundial, que percebe expedientes de política macroeconômica como capazes de promover um ajuste fino da economia em direção ao ponto de equilíbrio pretendido (Minsky, 1986). Por este motivo, é importante a compreensão a respeito das capacidades e limites de ação do Estado. Os instrumentos clássicos de política fiscal e monetária são relevantes, mas não podem ser interpretados como substitutos de entraves estruturais, ligados, por exemplo, às estruturas de mercado, estruturas produtivas ou do modo de inserção na economia global.

Passando a análise para o contexto de uma economia aberta, há uma qualificação importante em relação à sua capacidade de intervenção na economia. De acordo com

Sardoni (2013), a capacidade do Estado de impor sua condição soberana sobre sua dívida, definindo o meio sobre o qual deve ser paga (na moeda que ele próprio emite) somente é válida se o instrumento de dívida não contempla a promessa de sua conversão em outro ativo ou moeda. A partir do momento que o Estado se endivida em moeda estrangeira, sua capacidade de pagamento passa a depender da conversão de sua dívida no prazo combinado na outra moeda. Com isto, o montante total da dívida e das obrigações financeiras em divisas estrangeiras, sobre a qual o Estado não possui capacidade de emissão, potencialmente, criam suscetibilidade à falta de capacidade de honrar compromissos externos³⁴ ou pelo menos a falta de confiança por parte de detentores de seus passivos em divisas estrangeiras. Criam-se assim, limitações em termos de suas condições de solvência, associadas ao montante total de sua dívida externa, e de liquidez, relacionadas à capacidade de honrar os compromissos em moeda estrangeira a cada período. A percepção de trajetórias explosivas de dívidas ou de incapacidade de honrar as necessidades de financiamento externo são elementos geradores de instabilidade.

Seguindo o referencial de análise interpretativa de Minsky (1986), algumas hipóteses podem ser construídas sobre a expressão (3.26), com vistas à identificação de diferentes estágios financeiros e mecanismos de incentivo sobre a trajetória do endividamento externo.

Uma estrutura tipicamente *hedge* pode ser observada quando há a expectativa de geração de saldos primários não negativos recorrentes ($SP_g^{t+1} \geq 0$), e condição líquida inicial não devedora ($DL_{g;bc} \leq 0$). Esta situação contribui para que os saldos fiscais nominais esperados (S_g^{t+1}) sejam também não negativos, à medida os comprometimentos líquidos com serviço de juros é não negativo. A deterioração das condições financeiras e da capacidade de honrar compromissos financeiros por parte do governo depende de sua capacidade de obtenção de *superavits* primários.

³⁴ Para Sardoni (2013), a soberania do Estado sobre sua moeda está ligada essencialmente à sua capacidade de emitir títulos na própria divisa. No caso de um país que contrai dívida externa em sua própria moeda, há a percepção de que existe confiança diante dos detentores externos da dívida a respeito da capacidade do Estado em honrar sua dívida na própria moeda, no sentido de que o Estado seja capaz de manter sua soberania. No caso de países que não possuem esta habilidade, estes podem ser considerados não soberanos.

Considerando a identidade expressa em (3.31), do ponto de vista da economia consolidada, uma condição *hedge* implica em uma posição credora líquida externa ($S_x^{t+1} \leq 0$), devedora líquida do setor privado ($S_p^{t+1} - I^{t+1} \leq 0$) ou uma combinação de ambos.

$$S_g = -S_x - (S_p - I) \quad (3.31)$$

Analisando as duas hipóteses de modo alternativo, o primeiro caso ($S_x^{t+1} \leq 0$) pode ser considerado típico de países *export led*, de modo que $FX^{t+1} \cdot (\Delta XR - \Delta XL) \geq 0$. A demanda externa contribui como fonte exógena de dinamismo dos níveis de renda domésticos e o país se apresenta como credor em conta-corrente em relação ao exterior. Esta condição favorece um cenário prospectivo de pressões por apreciação da taxa de câmbio, que pode atenuar a posição superavitária externa ao longo do tempo. Uma forma possível de neutralizar ou mitigar as pressões sobre o câmbio é por meio da esterilização das entradas de divisas e do acúmulo de reservas internacionais. Palley (2014) discute que este tipo de estratégia tem sido parte da estratégia de crescimento econômico dos países asiáticos desde o início da década de 2000, que têm logrado elevadas taxas de crescimento econômico, a despeito de um baixo dinamismo da demanda doméstica.

Na segunda hipótese ($S_p^{t+1} - I^{t+1} \leq 0$), o *superavit* fiscal contribui para um vazamento de demanda do setor privado, à medida que gera um volume de gastos inferior à renda que extrai da economia (na forma de impostos e juros). O financiamento da posição deficitária do setor privado pode ser proporcionado pela redução da liquidez do setor bancário³⁵ ($\Delta H_b - \Delta RD \leq 0$); pelo aumento de seu endividamento externo ($FX^{t+1} \cdot (\Delta XL_f + \Delta XL_b) > 0$), resultando como contrapartida no acúmulo de reservas por parte do governo; ou numa combinação de ambos. Neste sentido, uma posição austera por parte do governo possui como contrapartida no setor privado uma dinâmica alavancada e vulnerável a variações das condições de financiamento.

³⁵ Esta hipótese pode ser desenhada pela situação em que como meio de financiar o total de suas saídas líquidas de recursos ($-\Delta L - S_b + \Delta D$), os bancos necessitam reduzir seu nível de liquidez corrente, por meio da redução de sua margem de liquidez voluntária ($\Delta H < 0$) ou solicitando auxílios de liquidez ao banco central ($\Delta RD > 0$). Esta situação pode ocorrer num cenário expansivo, no qual as firmas operam alavancadas como forma de financiar suas atividades ($\Delta L \geq 0$) e os bancos respaldam a demanda por crédito dos setores não financeiros, reduzindo suas margens de segurança ($\Delta H < 0$); ou ainda numa situação de escassez de liquidez por parte dos bancos, demandando aportes de recursos por parte do banco central ($\Delta RD > 0$).

Numa condição especulativa, o saldo fiscal primário pode apresentar posição positiva ou negativa. O que determina a condição financeira é a expectativa de trajetória não explosiva da dívida em relação à renda ($\frac{\Delta(\frac{DL_{g+bc}}{Y})}{\frac{DL_{g+bc}}{Y}} \leq 0$), como expresso em (3.32), a partir de (3.26a).

$$-\overline{sp}_g^{t+1} + i_{DL,g+bc} + (\varphi_2 - \varphi_3)g_{FX} \leq g_y \quad (3.32)$$

Situações em que a trajetória esperada da dívida é crescente ($\frac{\Delta(DL_{g;bc}/Y)}{\frac{DL_{g;bc}}{Y}} > 0$) suscitam processos *Ponzi*. Nesta condição, há a expectativa de incapacidade de que os gastos públicos atuem como elemento dinamizador da renda doméstica, em linha com um nível de dívida pelo menos estável, o que contribui para elevar a desconfiança por parte dos financiadores sobre a capacidade do governo em rolar compromissos vencidos ou financiar os *deficits* correntes.

Um ponto importante diferencia a análise em relação ao setor privado, para o qual a geração de fluxos de caixa positivos pode ser considerada sua finalidade e os investimentos, o meio para lográ-la. Para o governo, embora saldos fiscais positivos contribuam para uma dinâmica controlável da dívida pública, não são um fim em si mesmo, estando ligados aos objetivos de manutenção da renda em níveis adequados. Em situações de deficiência de capacidade de geração de demanda efetiva por parte do setor privado, uma atuação especulativa por parte do governo é plenamente justificável diante de seus objetivos. O cumprimento dos objetivos de atuação do Estado se vincula à sua capacidade de ação anticíclica.

A expressão (3.32) revela um aspecto interessante associado à sustentabilidade da dívida pública. Oscilações positivas do nível de renda contribuem para o decréscimo da relação dívida/PIB. Este fator pode ser estimulado pela lógica circular entre gastos do governo e renda, tanto maior quanto mais elevado o multiplicador de gastos públicos. A manutenção de taxas elevadas de crescimento econômico amplia o espaço de crescimento da dívida pública, que pode cair em termos relativos, ainda que cresça em termos absolutos.

Num cenário de expectativas convencionais, a própria relação dívida/PIB considerada adequada pode oscilar conforme o estágio cíclico. Períodos de maior dinamismo econômico doméstico e intensidade dos fluxos externos de capital podem

contribuir para uma maior aquiescência por parte dos investidores externos em relação à dívida pública, ao contrário de períodos de reversão cíclica, nos quais tende a imperar nível mais elevado de conservadorismo por parte dos agentes credores.

A incorporação da influência de fatores externos, como discutido no capítulo 2, sobre os níveis aceitáveis de dívida ou sobre a possibilidade de paradas súbitas de financiamento em decorrência de variações nos humores do sistema financeiro internacional amplifica a exposição de economias em desenvolvimento a períodos de acirramento de sua vulnerabilidade. Este fator contribui para a redução de margens de manobra por parte dos governos na sua capacidade de execução de políticas macroeconômicas, criando condicionantes além de sua esfera de influência para o surgimento de vulnerabilidades.

Em suma, a atuação do governo está ligada a um modo de atuação anticíclico, com vistas a contribuir para uma dinâmica sustentada do crescimento econômico e dos níveis de emprego, evitando processos conformadores de instabilidade nos ciclos expansivos e amortecendo as fases de descenso. A própria dinâmica de crescimento econômico, incentivada pela ação fiscal do governo, pode exercer elemento de reforço sobre a sustentabilidade do crescimento, à medida que contribui para a redução relativa dos níveis de dívida pública. Por outro lado, variações das taxas de crescimento associadas a oscilações cíclicas de curto prazo podem atuar de modo procíclico, incentivando um aumento dos gastos nas fases de *boom* e comprimindo sua capacidade de ação nos períodos de descenso. Este mecanismo opera por meio de maior tolerância à alavancagem, e aumento da disponibilidade e custos de financiamento que variam ao longo dos ciclos. Nos PEDs, que se caracterizam por uma natureza volátil de seu dinamismo, altamente responsiva aos ciclos de liquidez nos países avançados e a variações dos termos de troca, esta característica tende a ser acentuada.

A configuração de estruturas especulativas por parte do Estado tende a ser elemento frequente, sobretudo em função de sua característica complementar ao setor privado e gerador de renda, por meio de seus gastos. A manutenção de taxas elevadas e perenes de crescimento permite que o acúmulo de endividamento causado por suas necessidades de financiamento seja mais que compensado pela taxa de variação do produto, contribuindo para uma redução relativa do endividamento. Neste sentido, quanto maior a estabilidade e a taxa de crescimento do PIB, menor a probabilidade de que haja a geração de pressões por parte dos credores em relação a políticas de

austeridade e seus efeitos cumulativos sobre a queda dos níveis de renda, sob o pretexto da sustentabilidade da dívida pública.

3.3.5. Análise consolidada

A consolidação da economia entre os setores domésticos pode ser construída pela soma de seus saldos, deduzindo relações intersetoriais.

O saldo de conta-corrente ($-S_x$) é apresentado na tabela 6 de modo estilizado, como o somatório do saldo comercial de bens e serviços ($-S'_x = FX.(EX - IM)$) e dos serviços de juros em relação ao exterior ($FX(i_{XR}.XR - i_{XL}.XL)$). A conta financeira é apresentada de modo simplificado pelos componentes abaixo da linha, modo líquido, pela diferença entre entradas e saídas de capital em relação ao exterior, abaixo da linha, na tabela 6³⁶.

A dívida externa líquida pode ser expressa pela diferença entre o total de passivos e ativos financeiros externos. Seu montante total e a variação entre os períodos t e $t+1$ são ilustrados em (3.33) e (3.34):

$$DXL = FX.(XL - XR) \quad (3.33)$$

$$\Delta DXL = \Delta FX.(XL - XR) + FX.(\Delta XL - \Delta XR) \quad (3.34)$$

Da tabela 6, tem-se que:

$$FX.(\Delta XL - \Delta XR) = S'_x{}^{t+1} + FX.i_{xl}.XL - FX.i_{xr}.XR \quad (3.35)$$

Substituindo (3.34) em (3.35), a variação da dívida externa pode ser expressa como em (3.36):

$$\Delta DXL = S'_x{}^{t+1} + FX.i_{xl}.XL - FX.i_{xr}.XR + \Delta FX.(XL - XR) \quad (3.36)$$

A taxa de juros incidente sobre os passivos externos (i_{XL}) pode ser segregada em termos da taxa de juros internacional (i_{XR}) e do prêmio de risco-país (σ), de modo similar a Barbosa-Filho (2001), de modo que $i_{XL} = i_{XR} + \sigma$. Adicionalmente, normalizando a dívida externa líquida em relação ao PIB (Y), sua taxa de variação pode expressa em (3.37):

³⁶ Não se perde de vista, porém, de que há claras diferenciações em relação a formas de rendimento, graus de estabilidade e impulsos, como percebido por Griffith-Jones, Kregel, Ocampo (2007). O intuito limitado é avaliar as exposições líquidas a que um país está sujeito.

$$\frac{\Delta(DXL/Y)}{(DXL/Y)} = \bar{s}'_x^{t+1} + i_{XR} + \vartheta \cdot \sigma + g_{FX} - g_Y \quad (3.37)$$

$$\text{Onde } \bar{s}'_x^{t+1} = \frac{S_x^{t+1}}{DXL} \text{ e } \vartheta = FX \cdot \frac{XL}{[FX \cdot (XL - XR)]}$$

O aumento do endividamento externo eleva a fragilidade externa de um país, à medida em que gera comprometimentos financeiros que devem ser honrados a cada período. Numa interpretação pós-keynesiana, sua evolução ao longo do tempo faz parte de uma dinâmica em que posições externas deficitárias e o conseqüente aumento absoluto da dívida externa tendem a ser mais tolerados nos períodos de crescimento, diante de perspectiva positiva de retorno sobre os ativos domésticos e de crescimento econômico, ocorrendo o oposto em situações de maior incerteza. O nível de endividamento considerado adequado a cada período não é absoluto, podendo variar ao longo dos ciclos conforme o horizonte de expectativas, que oscilam ao longo do tempo (Minsky, 1986; Taylor, 2001).

Nos termos da taxonomia de Minsky (1986), uma condição tipicamente *hedge* pode ser assinalada com uma situação externa superavitária ($S_x^{t+1} \leq 0$). Esta posição implica, do ponto de vista doméstico, numa tendência de apreciação da taxa de câmbio, dada pelo aumento da disponibilidade de divisas no país; que pode ser mitigada ou anulada por processos de esterilização cambial por parte do banco central, que resultam em elevação das reservas internacionais, combinada com elevação da liquidez doméstica ou aumento da dívida pública.

Uma posição deficitária em conta-corrente possui como correspondência nos balanços domésticos, uma necessidade líquida de financiamentos positiva ($S_g + S_p - I < 0$), o que indica uma condição financeira alavancada consolidada da economia.

Posições externas deficitárias podem ser consideradas especulativas se as taxas esperadas de crescimento da renda superam ou equivalem à somatória dos ônus do gerados pelo saldo comercial negativo e pelos encargos de juros provenientes do estoque da dívida externa líquida anterior. Neste caso, pode haver um aumento absoluto do endividamento externo com redução ou manutenção de seu nível relativo. A sustentabilidade posição externa depende não somente da capacidade de geração de divisas da economia e a taxa de crescimento econômico, mas também das condições financeiras externas (i_{XR} e σ).

Situações em que a taxa de crescimento esperada é insuficiente para manter a dívida externa em patamares estáveis configuram um quadro *Ponzi*. Há um crescimento da dívida externa em termos absolutos e relativos. Expectativas de aumento cumulativo do endividamento suscitam dúvidas crescentes em relação à capacidade de pagamento, podendo levar a situações de escassez de financiamento externo.

A expressão (3.37) é similar à expressão (2.23), apresentada na seção 2.3.5, do modelo de Barbosa-Filho (2001). Partindo da análise de sustentabilidade externa de uma economia com *deficit* em conta-corrente, o autor avalia que, dados os parâmetros estruturais de comércio exterior, associados à elasticidade-câmbio e elasticidade-renda das exportações e importações, os saldos de exportação e importações em relação ao PIB dependem da oscilação de parâmetros associados ao dinamismo da economia externa e endividamento externo (i_{XR} e σ). Neste cenário, a gestão da política macroeconômica fica condicionada à condição de equilíbrio de balanço de pagamentos.

No modelo de Barbosa-Filho (2001), períodos de alta dos encargos da dívida externa ou redução do dinamismo externo, dados exogenamente, demandam esforço de ajuste doméstico por parte das autoridades macroeconômicas, com vistas ao alcance de níveis de exportações e importações compatíveis com uma trajetória não crescente da dívida externa³⁷. Neste aspecto, torna-se evidente um componente que exige por parte do Estado uma ação procíclica, que tende a ser tanto maior quanto maior a assimetria produtiva e tecnológica da economia, que influencia as elasticidades-renda do comércio exterior, como evidenciado nas literaturas estruturalista e pós-keynesiana, enfatizadas no capítulo 2. A condição de sustentabilidade proposta por Barbosa-Filho (2001), adaptada aos termos da expressão (3.37), pode ser expressa pelas expressões (3.38) e (3.39):

$$-(S_x/Y)^{t+1} = (i_{XR} + \vartheta_1 \cdot \sigma - z \cdot \varepsilon \cdot \frac{(\pi - \eta)}{\gamma - \gamma \cdot \pi + \eta - 1}) \quad (3.38)$$

Sendo que:

$$-(S_x^*/Y) = f(g_y; g_{FX}) \quad (3.39)$$

³⁷ Barbosa-Filho (2001) assume como condição para manutenção do saldo de transações correntes não nulo e estável, sem restrições ao modelo em relação aos parâmetros de elasticidade-renda das importações, que a relação de importações e de exportações sobre o PIB é estável.

A condição financeira de uma economia, de modo agregado, envolve desdobramentos importantes na dinâmica setorial. Este ponto fica evidente na identidade contábil entre as necessidades de financiamento dos setores privado, público e externa de uma economia, em (3.31).

Uma situação externa deficitária ($S_x > 0$) pode ser identificada domesticamente por um *deficit* do setor privado ($S_p - I < 0$), do setor público ($S_g < 0$) ou uma combinação de ambos.

Canuto e Curado (2001) destacam que processos de instabilidade externa podem ser interpretados pela literatura convencional como desdobramentos de erros ou dilemas de gestão macroeconômica por parte dos governos, como exposto nos modelos de crises cambiais de primeira e de segunda geração (Krugman, 1979, Obstfeld, 1994), ou da prevalência de assimetrias de informação nos mercados financeiros, que resultam em dilemas de ação para as autoridades monetárias, movimentos de manada ou contágio, como nos modelos de terceira geração (Mishkin, 1999; Krugman, 1999; Calvo & Mendoza, 2000, entre outros).

A centralidade dos gastos do governo como elemento gerador de instabilidades externas pode ser destacada por variações do enfoque monetário do balanço de pagamentos (Polak, 1956; Johnson, 1976), tradicionalmente associado com mecanismos de estabilização do FMI e por ilustrações baseadas numa perspectiva monetarista *a la Friedman* (1956). Políticas fiscais ativas são percebidas como conformadoras de *deficits* gêmeos, fiscal e externo. O aumento da base monetária e a elevação do crédito doméstico, a despeito de possíveis efeitos no curto prazo sobre a economia real, numa condição de plena utilização dos fatores e prevalência da lei do preço único, resultam em aumento dos preços domésticos, expansão relativa das importações e na queda das reservas internacionais.

Numa visão pós-keynesiana, embora posições deficitárias não representem uma condição de instabilidade, são eminentemente frágeis. A conformação de *deficits* externos pode ser compatível com sua capacidade de financiamento, nos cenários de expectativas vigentes, numa posição especulativa. Pode ser considerada sustentável numa situação de atração de fluxos de capital externo, diante de perspectivas de retorno positivo de ativos domésticos. Contudo, esta condição é vulnerável a oscilações das expectativas e das condições financeiras externas. Neste sentido, as crises financeiras

não são depreendidas de fatores objetivos, decorrentes de falhas de gestão macroeconômica dos governos, ou de elementos de informação assimétrica que obscurecem o perfil de crédito dos devedores.

Como discutido por Taylor (2001), não se resumem às consequências da antecipação racional de um setor privado alerta às falhas dos *policy makers* ou à evidenciação do risco moral. Pelo contrário, se relacionam a um contexto em que os agentes privados buscam atividades lucrativas no curto prazo e o setor público atua de forma reativa, dentro de um contexto de expectativas que valida suas ações. Como comentado trecho abaixo:

(...) financial crises are not made by an alert private sector taking advantage of the public sector's fiscal or moral hazard foolishness. They are better described as private sectors (both domestic and foreign) acting to make high short-term profits when policy and history provide the preconditions and the public sector acquiesces. Mutual feedbacks between the financial sector and the real side of the economy then lead to a crisis. (Taylor, 2001: 30-31)

Há um componente dinâmico, que se associa à mudança das características de crédito dos mesmos devedores ao longo do tempo, em virtude da variação das expectativas, domésticas e externas, entre o momento da operação de crédito inicial, e os momentos sucessivos. Não se trata da existência de dificuldades por parte do credor, atuando como avaliador racional, em discernir entre o *bom* ou o *mau* devedor, mas de como o cliente saudável de hoje se transforma no exemplo de imprudência no momento seguinte, e da própria necessidade por parte dos credores em tomarem posições de riscos em momentos de dinamismo, sob constante ameaça de perder posições competitiva, nos moldes discutidos por Freitas (1997).

A atuação do governo, embora pautada em objetivos de ação anticíclica, também está sujeita a incentivos procíclicos. Situações de maior dinamismo, como discutido por Minsky (1986), contribuem para uma maior tolerância à alavancagem, contribuindo para que níveis mais elevados da relação dívida/PIB sejam aceitos pelos credores, ocorrendo o oposto em cenários de maior incerteza.

Esta característica tende a ser acentuada em PEDs, considerando as assimetrias dos sistemas monetários e financeiro características (Prates, 2004), discutidas no capítulo 2. Períodos marcados por ingressos massivos de capitais externos potencialmente geram efeitos apreciativos sobre os mercados de ativos e financeiros,

sobre a taxa de câmbio, reduzindo os custos de financiamento externo, com efeitos positivos sobre o crescimento. Nas fases de descenso, a tendência é oposta. Contribuem para que os ciclos domésticos dos PEDs possuam uma característica reflexa em relação aos dos países centrais (Amado e Resende, 2007), e para que as margens de ação do governo para atuar de forma anticíclica sejam reduzidas.

Não se pode perder de vista, adicionalmente, a relevância que aspectos produtivos e tecnológicos estruturais desempenham sobre a conformação de condições de equilíbrio de balanço de pagamentos, gerando a dependência de capitais externos e limites à capacidade de crescimento, como enfatizado pela literatura estruturalista latino-americana (Prebisch, 1949; Furtado, 1961, entre outros) e por modelos de crescimento pós-keynesianos (Thirlwall, 1979; Moreno-Brid, 2003; Barbosa-Filho, 2001, entre outros).

3.4. CONCLUSÃO

O objetivo deste capítulo foi trazer elementos para a discussão sobre a instabilidade financeira em economias abertas, com vistas a identificar os mecanismos de incentivo que operam sobre o comportamento financeiro dos setores, tendo como foco principal de análise o caso de PEDs, objeto desta tese.

Partindo de uma visão heterodoxa, como colocado por Taylor (2001), crises financeiras não podem ser resumidas às consequências das reações de agentes privados alertas às distorções causadas pela postura ativista de governos e à percepção de falhas de mercado associadas ao risco moral. Diferentemente, são resultado de um processo em que o setor privado, credor e devedor, é compelido à tomada de posturas alavancadas ao longo dos ciclos de crescimento, corroborando para o surgimento de fragilidades, num contexto de elevada interdependência de preços e taxas em diferentes países.

Há a percepção de que embora os fluxos de capital externo contribuam para o preenchimento de necessidade de financiamento dos setores domésticos, geram compromettimentos financeiros, de modo análogo à exposição de Minsky (1986), porém de forma ampliada.

Mecanismos de incentivo operam de modo procíclico sobre os setores domésticos, estimulando o aumento de sua alavancagem durante os períodos de

crescimento. No caso do setor privado, a busca por lucros extraordinários num cenário competitivo, próprio de uma economia capitalista, impulsiona a tomada de decisões arriscadas e pune comportamentos conservadores em relação ao risco, com perdas de espaço competitivo. Neste sentido, a assunção de riscos é estimulada por perspectivas de rentabilidade positiva e torna a conformação de estruturas frágeis inerente à sua atividade. Da mesma forma, posturas defensivas são típicas de períodos de acirramento das condições de incerteza, nos quais a busca pela desmontagem de posições anteriormente alavancadas pode ter efeitos em cadeia sobre os preços dos ativos de capital, sobre as condições de solvência e de liquidez de unidades econômicas conectadas financeiramente e sobre os níveis de renda e de emprego. Este tipo de comportamento é inerente tanto por parte de firmas não financeiras, em relação a suas atividades de investimento, quanto em relação aos bancos, enquanto “mercadores de moeda” (Minsky, 1986).

Os objetivos de atuação do Estado se diferenciam dos associados ao setor privado. A geração de posições fiscais superavitárias não é um fim em si mesmo. Se relaciona diretamente com o tipo de interação que possui com os demais setores da economia. Na perspectiva pós-keynesiana, envolve um papel estabilizador e anticíclico, com vistas a mitigar oscilações do produto e do emprego, que, por sua própria natureza, é instável, em contraposição a uma visão neoclássica, que privilegia a estabilidade dos preços e o controle da moeda (Minsky, 1986; Silva, 1996).

Entretanto, mecanismos de incentivo procíclicos caminham em sentido oposto a seus objetivos, reduzindo sua capacidade de ação. Períodos de maior dinamismo econômico doméstico e intensidade dos fluxos externos de capital podem contribuir para uma maior tolerância a dívidas por parte dos investidores externos, em especial nos PEDs, dada a natureza reflexa de seus ciclos econômicos, como discutido por Amado e Resende (2007). Nos períodos de retração, a lógica tende a ser invertida, gerando um grau mais elevado de conservadorismo por parte dos agentes credores. Um nível de endividamento considerado adequado em determinado momento pode mostrar-se inadequado *ex post* (Minsky, 1986). A percepção de que o dinamismo econômico pode contribuir para que a dívida pública líquida caia em níveis relativos, mesmo com a elevação em termos absolutos, justifica a necessidade de manutenção de taxas de crescimento econômico elevadas e pouco voláteis, reduzindo a probabilidade de contestações de sua sustentabilidade.

No caso de economias abertas e em desenvolvimento, a atuação dos governos torna-se ainda mais complexa, como discutido no capítulo anterior. Estes países possuem especificidades que os tornam mais suscetíveis a fragilidades financeiras, ligadas tanto à sua inserção produtiva e comercial, quanto ao perfil dos fluxos de capitais para estes países, que apresentam volatilidade ampliada. O primeiro ponto contribui para que o aparecimento de desequilíbrios de conta-corrente seja frequente, gerando limitações à manutenção de taxas de crescimentos elevadas de modo sustentado, como argumentado pela literatura estruturalista e pelos modelos de crescimento pós-keynesianos. O segundo decorre da estrutura hierárquica e concentrada dos sistemas monetário e financeiro internacionais, que tornam os fluxos para praças e moedas não tradicionais inerentemente especulativos e influenciados pelo estado de aversão a riscos dos investidores estrangeiros, enfatizado, dentre outros autores, por Prates (2004), Akyüz (2008) e Amado e Resende (2007). A diferença de magnitude entre os sistemas financeiros nos países centrais e periféricos implica que variações modestas na alocação de recursos dos investidores internacionais possuem impacto relevante sobre os mercados receptores dos fluxos.

Neste contexto, há uma perda de força nos PEDs dos instrumentos tradicionais de ação do Estado, relacionados ao *big bank* e *big government*, nos períodos de instabilidade (Taylor, 2001; Ocampo, 2001). Cabe aos governos um tipo de atuação com foco além do âmbito doméstico e interligado com elementos estruturais da economia.

A denominação dos passivos externos em moeda estrangeira traz consequências sobre a geração de vulnerabilidades dos setores domésticos. A tendência de apreciação das taxas de câmbio em períodos de crescimento estimula o ingresso de fontes externas de financiamento, num cenário de maior tolerância a posturas alavancadas, contribuindo concomitantemente para a apreciação de ativos domésticos, aumento dos investimentos e redução de pressões inflacionárias. A reversão desta tendência, porém, pode ter efeitos drásticos sobre os balanços dos agentes, sobre os mercados de ativos e de capitais e sobre os objetivos de política monetária.

É fundamental para a ação de políticas públicas que se compreenda o modo como os setores se comportam ao longo dos ciclos e os mecanismos de incentivo que agem sobre estes. A ação do Estado, neste sentido, deve buscar, ao mesmo tempo, coibir que a característica eminentemente procíclica dos agentes privados resulte em assunção

exagerada de riscos nos períodos de euforia, e possibilitar margens de manobra para que o governo tenha condições de agir nos períodos de descenso.

Num cenário em que as relações financeiras com o externo são relevantes, e no qual o acesso a fontes de financiamento externo é em grande parte dependente dos ciclos externos, é importante, como discutido no capítulo 2, que a lógica de regulação por parte do Estado esteja vinculada a instrumentos além da regulação microeconômica e da manipulação de instrumentos clássicos de política fiscal e monetária, de modo a mitigar os efeitos adversos gerados pela tendência procíclica e volátil dos fluxos de capital e do endividamento em moeda estrangeira.

Por fim, a ação do Estado como promotor de condições para o crescimento econômico, de forma sustentada, é ponto fundamental que contribui para a estabilidade do sistema econômico. Permite uma lógica que estimula o crescimento dos níveis de investimento e para a própria sustentabilidade financeira dos setores domésticos, por meio da geração de emprego e renda para os setores privados, e da própria sustentabilidade da dívida pública, num contexto em que existe elevada dependência do grau de aversão a risco dos agentes externos.

4. ANÁLISE DO CENÁRIO RECENTE E CONDIÇÕES DE ESTABILIDADE NOS PEDs

4.1. INTRODUÇÃO

A vulnerabilidade acentuada por parte dos PEDs é um fato estilizado fartamente evidenciado na literatura econômica (Griffith-Jones, Kregel e Ocampo, 2007; Aglietta, 2004, Eichengreen et alli, 2002; Reinhart et alli, 2003; Kaminsky, Reinhart e Végh, 2005). As experiências da década de 1980, resultantes da crise da dívida dos PEDs e as seguidas experiências da década de 1990, num contexto de mercados financeiros liberalizados, são exemplos neste sentido.

Nos capítulos anteriores, a intenção foi evidenciar elementos condicionantes para a instabilidade financeira em PEDs, partindo de uma interpretação heterodoxa, predominantemente pós-keynesiana e estruturalista. Estes são descritos em dois níveis diferenciados de determinação.

Num primeiro nível, geral, discutido no primeiro capítulo, associam-se à dinâmica cíclica das economias, num contexto marcado pela presença de incerteza e de formação convencional de expectativas, nos moldes descritos por Keynes (1936) e Minsky (1986), em que os períodos de instabilidade são gestados nas próprias fases de crescimento.

Num segundo nível, decorrem de especificidades por parte dos PEDs, que acentuam sua vulnerabilidade à conformação de desequilíbrios. Há a percepção de que o sistema econômico global possui uma característica de interdependência e de hierarquia entre os diferentes grupos de países, dos pontos de vista produtivo e financeiro.

O Estado é percebido como agente de amortecimento anticíclico e como fonte de estímulo ao crescimento econômico sustentado. Como descrito por Minsky (1986), os expedientes de política fiscal (*big government*), com vistas à sustentação de níveis mínimos de demanda efetiva, e a ação do banco central (*big bank*), garantindo condições de liquidez dos mercados financeiros, são fundamentais nos períodos de acirramento das condições de incerteza, com vistas a atenuar a intensidade da contração e a conformação de processos de deflação de dívidas. Nas fases de tranquilidade, sua importância está ligada à capacidade de regulação do setor privado, de modo a cercar posturas que impliquem na assunção exagerada a riscos por parte das unidades privadas, e que amplifiquem a vulnerabilidade da economia em nível sistêmico.

No caso de PEDs, em que prevalecem assimetrias em relação aos países avançados, num contexto de liberdade dos fluxos de comerciais e financeiros, a ação governamental perde margens de manobra, em decorrência da capacidade reduzida de atuar sobre desequilíbrios em moeda estrangeira, e sobre fluxos cuja determinação de intensidade e direção é exógena. Neste sentido, a atuação regulatória estatal transcende a ação sobre as relações financeiras domésticas, com vistas a incorporar limites sobre as entradas e saídas de divisas.

Este tipo de interpretação diverge do exposto pela literatura convencional, que geralmente associa a ocorrência de crises a fatores exógenos às relações econômicas privadas. Desequilíbrios externos são interpretados como decorrentes de falhas de conduta por parte dos governos em sua gestão macroeconômica ou de informações assimétricas, que geram vieses informativos sobre a condição de crédito dos agentes domésticos por parte dos credores internacionais.

Os primeiros anos do século XXI, porém, têm apresentado uma característica singular. Diferentemente da experiência de períodos anteriores, marcados por episódios recorrentes de crises financeiras, houve uma perceptível aceleração das taxas de crescimento econômico e uma melhora das condições de estabilidade macroeconômica nas maiores economias em desenvolvimento, que podem ser percebidas pela redução dos níveis de percepção de risco externo e pelo aumento da margem de execução de política macroeconômica (Ocampo, 2011).

Este ambiente mostrou-se evidente inclusive no período posterior à fase mais aguda da crise financeira de 2008. Embora o impacto no imediato pós-crise tenha sido violento para uma série de países em termos de seus níveis de produção e emprego, houve rápida capacidade de resposta, mesmo num contexto em que os principais países avançados permaneceram com dificuldades de recuperação e em meio a processos de instabilidade. Este cenário diferenciado contribui para interpretações, notadamente de cunho convencional, a respeito de possíveis mudanças estruturais no âmbito da economia mundial, que teriam contribuído para a emergência de um “admirável mundo novo”, em que mudanças na estrutura econômica dos países emergentes e um compromisso com políticas econômicas acertadas teriam contribuído para maior grau de resiliência (Didier et alli, 2011).

Neste sentido, um ponto interessante de investigação é a análise do período recente, com vistas a compreender até que ponto houve uma melhora efetiva das condições de estabilidade por parte dos PEDs, e até que ponto este cenário pode ser associado a um contexto particular e cíclico.

Este capítulo busca, de modo estilizado, evidenciar elementos que contribuíram para a evolução da fragilidade dos PEDs desde o início da década de 2000, em especial sobre os países da América do Sul. Como forma de exposição serão evidenciados mais detalhadamente Brasil, Chile e Colômbia, com vista a notar possíveis evoluções na inserção econômica e financeira destes países, assim como das condições financeiras setoriais, afim de avaliar possíveis impactos sobre suas condições de estabilidade financeira.

O capítulo está estruturado da seguinte forma, além desta introdução. A segunda seção traz evidências empíricas sobre os fluxos globais de comércio, com a intenção de discutir aspectos relacionados à relação entre desenvolvimento e perfil de comércio. A terceira seção busca avaliar, de modo sucinto, transformações econômicas relevantes ocorridas no início do século XXI e que contribuíram para o ciclo de crescimento global anterior à crise financeira de 2008. A quarta seção discute elementos relacionados a efeitos da crise de 2008 sobre a economia mundial e a recuperação econômica subsequente. A quinta seção procura analisar de modo específico as economias de Brasil, Chile e Colômbia, em relação à sua dinâmica de comércio, de balanço de pagamentos e à evolução da necessidade de financiamento dos setores domésticos.

4.2. COMÉRCIO GLOBAL: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS E PADRÃO CENTRO-PERIFERIA.

No capítulo 2, foram discutidos elementos teóricos sobre a visão estruturalista e sobre os modelos de crescimento keynesianos com restrição de balanços de pagamentos. Apesar de variações de argumentação e de objeto de análise, possuem como ponto comum a percepção de que existem assimetrias entre países associadas às estruturas de comércio exterior. A especialização exportadora em bens primários e de baixo conteúdo tecnológico relativamente aos bens que compõem a pauta de importações é um ponto que contribui para a perpetuação de *gaps* de renda entre PEDs e países avançados (Prebisch, 1949; Furtado, 1961; Fainzylber, 1993; Thirlwall, 1979, entre outros).

Esta percepção confronta os princípios da teoria ortodoxa de comércio internacional, ligados ao conceito de vantagens comparativas, que em linhas gerais, identificam na divisão internacional do trabalho entre os países uma relação benéfica, por meio da especialização produtiva, conforme a dotação de fatores prevalecente (Baumann e Gonçalves, 2015; Bhagwati e Srinivasan, 1984; Salvatore, 1998). De acordo com seus proponentes, a abertura econômica permite a obtenção de ganhos e o aumento da eficiência, por meio da exportação do bem cuja produção requeira o uso intensivo dos recursos relativamente abundantes e baratos, e da importação dos bens cuja produção requeira o uso intensivo dos recursos relativamente caros e escassos (Salvatore, 1998). O principal incentivo para o comércio exterior se procede entre países com dotações de fatores diferenciados e complementares.

A observação empírica dos fluxos de comércio globais, entretanto, contribui para reforçar as objeções à teoria ortodoxa e como elemento de reforço dos argumentos estruturalistas.

Do ponto de vista da relação entre os países avançados, uma crítica relevante é feita por autores da chamada “nova teoria do comércio”. Amparados pela evidência empírica, trabalhos como Krugman (1981) e Helpman (1981) constataam a elevada intensidade de comércio intra-indústria entre países de renda elevada³⁸, com dotação de fatores e níveis de renda similares. Greenaway e Milner (1986) comentam que a intensidade do comércio intra-indústria tende a ser positivamente relacionada com o nível de renda *per capita* dos países; sendo mais forte em países avançados³⁹.

A Tabela 7 estima o índice de comércio intra-indústria na relação comercial de bilateral de bens finais para uma amostra de 26 países para o ano de 2015⁴⁰. Entre os

³⁸ A percepção é que a diferenciação entre produtos dentro de uma mesma indústria, num cenário de concorrência monopolística, combinada com diferenças nas preferências entre os consumidores, permitem a convivência lado a lado em um país de produtos nacionais e estrangeiros. Estes trabalhos também vislumbram a existência de retornos crescentes de escala no nível da firma (economias internas de escala) no lugar de economias constantes, que da mesma forma que é um fator limitante da quantidade de variedades numa economia fechada, permite o aumento do mercado uma firma com a abertura, reduzindo seus custos (Krugman, 1979; 1981; Markusen et alii, 1995).

³⁹ Para Greenaway e Milner (1986), a justificativa para este fato é que, a partir de determinado nível de renda, há predisposição crescente por parte dos consumidores à aquisição de produtos diferenciados. A tendência à diversificação do consumo é uma característica que se dá principalmente em produtos manufaturados e com maior grau de sofisticação e incorporação de inovações.

⁴⁰ Para estimar o comércio intra-indústria entre dois países, é utilizada uma adaptação da fórmula sugerida por Grubel e Lloyd (1975), nos seguintes termos: $ICIT^{ab} =$

países avançados, há a prevalência de índices superiores a 50%, e de modo mais tópic, entre países deste grupo e economias em desenvolvimento. Entre os PEDs selecionados, os índices tendem a ser menores, e circunscritos à esfera regional, principalmente para os países do continente asiático e da Europa emergente. No caso dos países da América Latina, os indicadores são inferiores, o que sugere que a região apresenta um grau de especialização comercial acima da média em relação aos PEDs.

Tabela 7: Estimativa do comércio intra-indústria para 26 países selecionados.

	Canadá	França	Alemanha	Itália	Japão	Coreia do Sul	Holanda	Espanha	Reino Unido	EUA	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru	China	Índia	Indonésia	Malásia	Filipinas	Taiilândia	Hungria	Polónia	Turquia	Rússia	Média *
Canadá	-	41	23	22	16	21	48	27	29	81	1	44	14	32	27	13	14	11	29	26	50	23	20	56	22	13	64
França	41	-	76	81	37	46	71	67	74	70	5	19	6	9	39	6	24	23	24	25	21	31	50	62	34	7	60
Alemanha	23	76	-	78	61	37	77	73	47	57	11	21	7	7	50	4	38	27	26	54	25	61	70	76	36	12	57
Itália	22	81	78	-	42	31	65	60	64	35	6	23	9	10	19	9	47	30	20	49	39	64	66	63	40	4	57
Japão	16	37	61	42	-	53	35	22	53	30	2	10	0	5	19	8	40	16	34	45	36	52	36	26	5	6	35
Coreia do Sul	21	46	37	31	53	-	33	57	48	40	2	6	1	1	16	7	65	40	32	62	32	63	55	30	7	8	47
Holanda	48	71	77	65	35	33	-	59	59	59	12	23	30	26	19	41	14	25	28	25	32	25	69	68	44	6	58
Espanha	27	67	73	60	22	57	59	-	61	53	6	32	17	25	29	16	18	24	32	38	44	49	49	68	50	18	56
Reino Unido	29	74	47	64	53	48	59	61	-	66	19	18	15	8	42	6	14	23	22	44	42	39	55	47	33	7	48
EUA	81	70	57	35	30	40	59	53	66	-	10	46	12	22	45	26	18	37	17	36	41	27	29	68	35	9	42
Argentina	1	5	11	6	2	2	12	6	19	10	-	79	26	19	55	13	1	7	10	8	5	25	5	7	33	2	33
Brasil	44	19	21	23	10	6	23	32	18	46	79	-	24	24	63	12	17	10	17	14	18	41	12	32	54	1	34
Chile	14	6	7	9	0	1	30	17	15	12	26	24	-	44	12	48	3	2	8	10	5	15	6	15	9	1	12
Colômbia	32	9	7	10	5	1	26	25	8	22	19	24	44	-	29	40	1	2	5	11	7	12	1	18	6	1	17
México	27	39	50	19	19	16	19	29	42	45	55	63	12	29	-	8	10	13	23	22	20	13	43	44	26	15	34
Peru	13	6	4	9	8	7	41	16	6	26	13	12	48	40	8	-	2	1	1	4	8	13	2	10	17	2	17
China	14	24	38	47	40	65	14	18	14	18	1	17	3	1	10	2	-	15	25	49	39	53	39	13	8	12	31
Índia	11	23	27	30	16	40	25	24	23	37	7	10	2	2	13	1	15	-	37	34	11	45	26	26	9	12	21
Indonésia	29	24	26	20	34	32	28	32	22	17	10	17	8	5	23	1	25	37	-	41	14	63	42	18	36	2	27
Malásia	26	25	54	49	45	62	25	38	44	36	8	14	10	11	22	4	49	34	41	-	62	58	52	25	26	6	47
Filipinas	50	21	25	39	36	32	32	44	42	41	5	18	5	7	20	8	39	11	14	62	-	15	7	20	36	4	31
Taiilândia	23	31	61	64	52	63	25	49	39	27	25	41	15	12	13	13	53	45	63	58	15	-	25	26	22	7	42
Hungria	20	50	70	66	36	55	69	49	55	29	5	12	6	1	43	2	39	26	42	52	7	25	-	64	49	11	57
Polónia	56	62	76	63	26	30	68	68	47	68	7	32	15	18	44	10	13	26	18	25	20	26	64	-	60	21	55
Turquia	22	34	36	40	5	7	44	50	33	35	33	54	9	6	26	17	8	9	36	26	36	22	49	60	-	7	30
Rússia	13	7	12	4	6	8	6	18	7	9	2	1	1	1	15	2	12	12	2	6	4	7	11	21	7	-	10
Média *	64	60	57	57	35	47	58	56	48	42	33	34	12	17	34	17	31	21	27	47	31	42	57	55	30	10	

Nota: Dados estimados de acordo com classificações das exportações e importações por setor pela nomenclatura de comércio ISIC Rev. 4 (quarta revisão do *International Standards of Industry Classification*), divulgado pela Organização das Nações Unidas (ONU), em segundo nível de desagregação. Exportações finais estimadas pela diferença entre exportações totais e exportações de produtos intermediários. Índice de comércio intraindústria bilateral calculado pela média do cálculo entre os dois países, em função de divergências de informações por países e de relevância bilateral.

Fonte: OCDE - STAN (database for structural analysis) - bilateral trade by end of use.

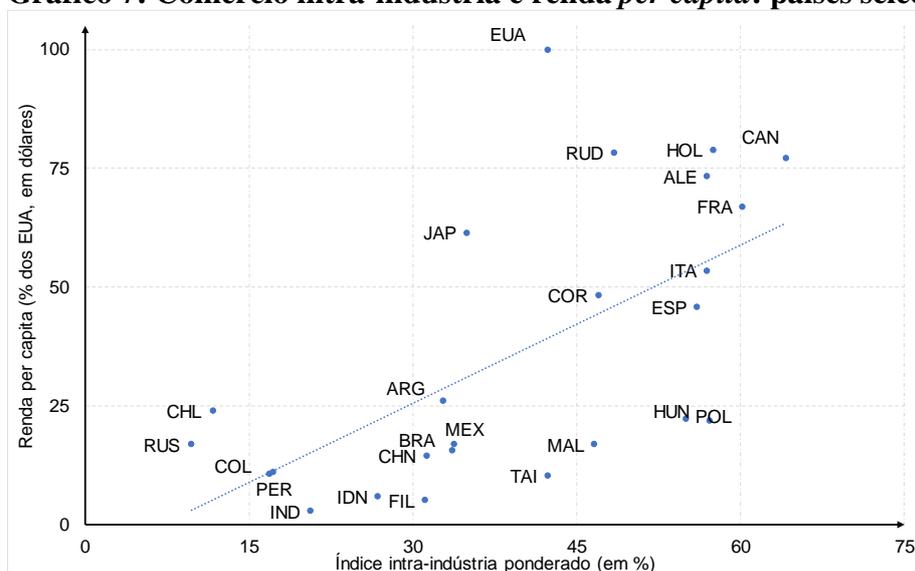
Da mesma forma, para o mesmo grupo de 26 países, pode ser verificada uma correlação positiva entre o nível de comércio intra-indústria ponderado pela relevância dos principais parceiros comerciais e a renda *per capita*; e uma correlação negativa

$$1 - \text{média} \left(\sum_{i=1}^n \frac{|EX_i^{ab} - IM_i^{ab}|}{(EX_i^{ab} + IM_i^{ab})}; \sum_{i=1}^n \frac{|EX_i^{ba} - IM_i^{ba}|}{(EX_i^{ba} + IM_i^{ba})} \right); \text{ onde } ICIT^{ab} \text{ corresponde ao indicador do comércio}$$

intra-indústria dos países *a* e *b*, EX_i^{ab} ao total de exportações do país *a* ao país *b* no setor *i*, IM_i^{ab} ao total de importações do país *a* provenientes do país *b* no setor *i*. A fonte das informações é a base de dados de comércio bilateral entre países segregada por código de indústria da OCDE (STAN/OCDE). Como forma de dirimir divergências de informações reflexas entre dois países, é utilizada a média entre suas informações. Cabe ressaltar, que há algumas imitações em relação ao indicador, tais como a tendência de valores mais elevados conforme se utilize um grau de itemização pouco profundo (o que é o caso do presente trabalho), deficiências da qualidade da informação em situações de desequilíbrio de comércio entre países, entre outros fatores, como exposto por Baumann e Gonçalves (2015).

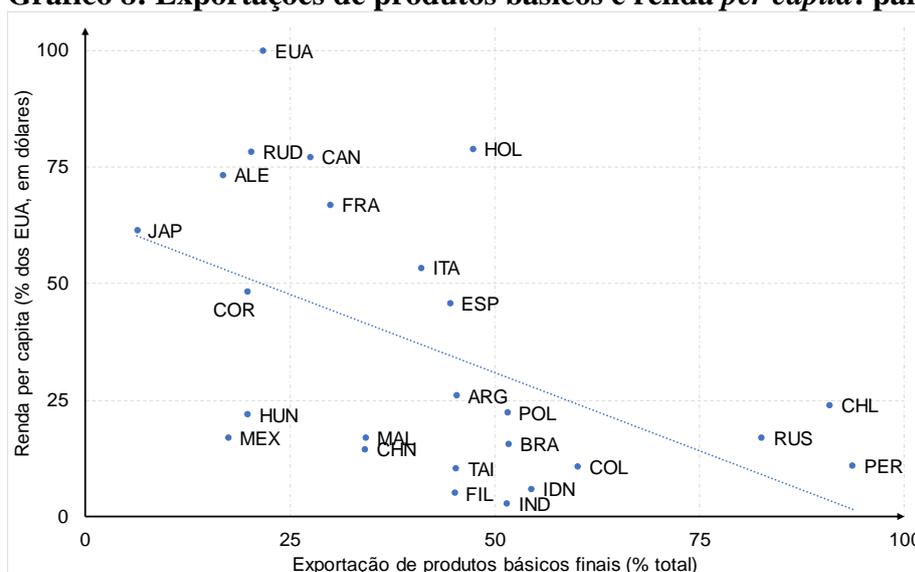
entre a intensidade das exportações de bens primários e manufaturados de baixo conteúdo tecnológico com a renda *per capita*, nos gráficos 7 e 8 respectivamente.

Gráfico 7: Comércio intra-indústria e renda *per capita*: países selecionados.



Fonte: OCDE (STAN bilateral trade by end of use); FMI (WEO). Elaboração própria

Gráfico 8: Exportações de produtos básicos e renda *per capita*: países selecionados.



Fonte: OCDE (STAN bilateral trade by end of use); FMI (WEO). Elaboração própria

Estes dados reforçam a percepção de que a especialização produtiva e o posicionamento produtivo em setores de mais baixo valor agregado são fatores associados a menores níveis de desenvolvimento, de modo convergente com o argumento estruturalista.

Outro elemento que evidencia o distanciamento dos fluxos de comércio em relação à teoria tradicional se relaciona à transformação dos sistemas globais de produção e de comércio ocorridos nas últimas décadas, por meio do aprofundamento das cadeias globais de valor. Este fenômeno, que se intensificou a partir da década de

1980, corresponde à tendência de progressiva fragmentação das cadeias produtivas dos produtos manufaturados entre países, por meio da segregação da produção de componentes e produtos finais em mais de uma economia, reduzindo a importância relativa de modos de produção verticalizados nacionalmente⁴¹ (Feenstra, 1998). Como resultado, tem se elevado a importância do comércio de componentes intermediários das cadeias produtivas entre países, dificultando interpretações focadas nos fluxos totais de exportações e importações⁴².

Como comentado por Palley (2014), este fenômeno se diferencia das relações de comércio prevalentes até a década de 1970. Sua característica fundamental é uma mobilidade dos fatores de produção, como resultado de avanços do transporte, comunicações e técnicas de gestão das empresas. Este processo contribuiu para a criação de um modelo de produção global baseado em comportamento de arbitragem de custos, que autor denominou de “*economia em barcos*” (*barge economics*). As firmas flutuam de um país a outro em busca de jurisdições com menores custos, derivados de fatores como taxa de câmbio, diferenciais de impostos, subsídios, regulações ou salários.

Baldwin, Ito e Sato (2014) comentam que o deslocamento de processos produtivos de países avançados para os PEDs gera tipos de preocupação diferenciados para os grupos de países. Do ponto de vista das economias avançadas, contribui para receios crescentes sobre a redução de postos de trabalho e sobre a perda de poder de barganha por partes dos setores assalariados, sobretudo nos segmentos menos qualificados e de menor remuneração. Do ponto de vista dos PEDs, um ponto relevante diz respeito ao tipo de trabalho gerado nessas regiões, que em parte significativa tendem a concentrar-se em postos de pior qualidade.

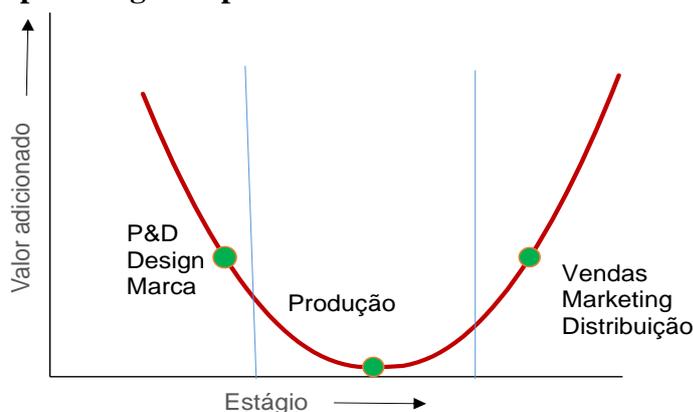
Esta inquietação se relaciona com uma característica bem definida do desenvolvimento das cadeias globais de valor, ligada à distribuição do valor agregado às

⁴¹ O processo de crescente fatiamento internacional da produção manufatureira pode ser associado à estratégia de grandes empresas multinacionais de redução de custos de produção, por meio do deslocamento de processos produtivos intensivos em mão de obra para países com salários mais baixos, utilizando frequentemente práticas de *outsourcing*, por meio da subcontratação de produtores para a confecção de partes do processo de produção (Baldwin e Venables 2010; Feenstra, 1998; Sturgeon, 2008).

⁴² A própria avaliação dos fluxos de investimento direto e rendas associadas e seu impacto nos balanços de pagamentos dos países é um elemento que se torna mais complexo neste contexto, à medida que se associam com a estratégia de internacionalização das grandes empresas multinacionais (Palley, 2014)

diferentes etapas das cadeias produtivas, geralmente denominada curva “*smile*” (Baldwin, Ito e Sato, 2014). Esta curva, ilustrada na Figura 1, reflete a tendência crescente de que o valor agregado se concentre cada vez menos nas etapas de fabricação e mais nas etapas anteriores relacionadas a processos como pesquisa e desenvolvimento, *design* dos produtos e desenvolvimento da marca; e nas fases posteriores, ligadas a atividades como *marketing*, distribuição e vendas⁴³. De modo geral, essas fases se concentram em países abundantes em capital e tecnologia. O avanço da industrialização nos PEDs tende a ser mais frequente em etapas que concorrem por baixos custos, com impacto reduzido sobre sua capacidade dinâmica de geração de progresso técnico.

Figura 1: Curva “sorriso”: Intensidade de valor agregado de produtos manufaturados por estágio do produto.



Fonte: Elaboração própria, baseado em Baldwin, Ito e Sato (2014)

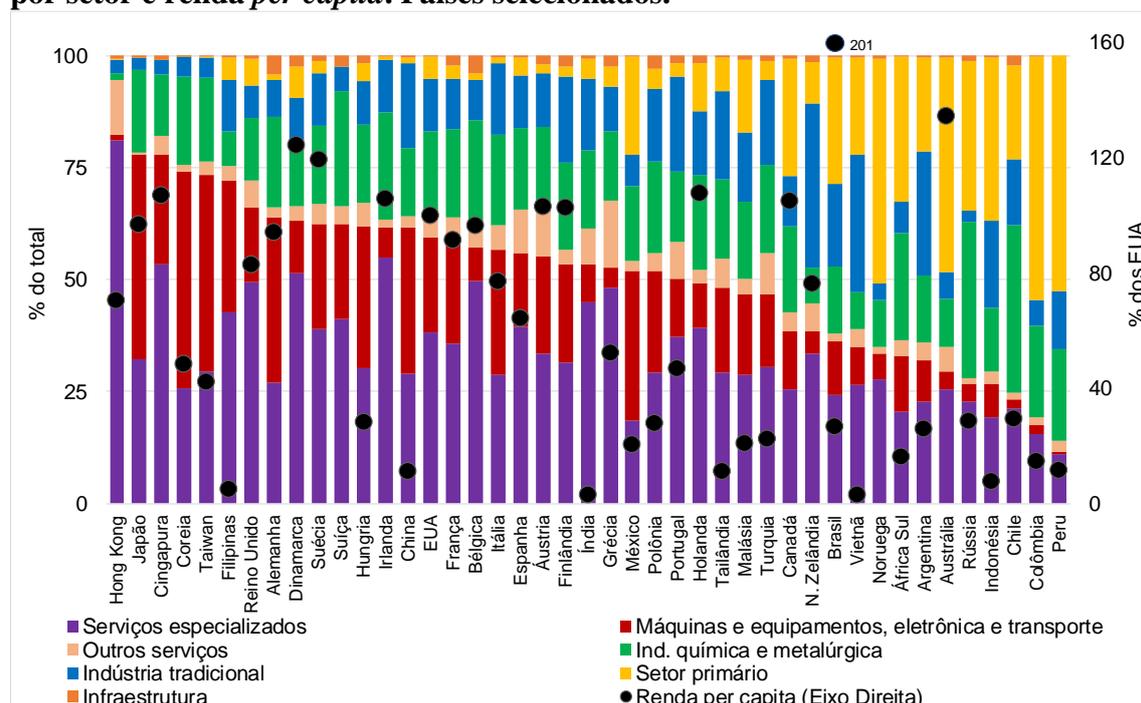
Este ponto pode ser considerado relevante, do ponto de vista das perspectivas de desenvolvimento econômico. Arbache (2013) menciona que a despeito do aprofundamento da participação de países emergentes nas cadeias globais de valor, a desigualdade de renda entre países avançados e emergentes não avançou no caminho da convergência, havendo uma divisão de trabalho bem definida entre os países nos termos da curva sorriso.

O gráfico 9 ilustra dados da pesquisa de valor agregado sobre o comércio (TiVA), da OCDE (Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico),

⁴³ Baldwin, Ito e Sato (2014) descrevem a concentração do valor agregado nas diferentes fases das cadeias produtivas nas pontas da “curva sorriso” como um processo dinâmico, que tem evoluído nas últimas décadas. Os autores exemplificam o setor têxtil, que em 1985 concentrava 21% de seu valor agregado em etapas do setor primário, 70% na produção e apenas 9% em atividades de serviços. Em 2005, a concentração do valor agregado entre as etapas era respectivamente de 15%, 57% e 28% respectivamente. Neste aspecto, haveria a tendência de um estreitamento da curva sorriso, reduzindo a participação relativa dos ganhos associados aos estágios de fabricação.

para o ano de 2011, com a segregação do valor agregado das exportações por setores, incluindo o setor de serviços, para uma amostra de 43 países. Entre os países com renda *per capita* superior a 40% do nível prevalecente nos EUA, somente Austrália, Nova Zelândia, Canadá e Noruega não apresentam relevância dos setores de serviços especializados e do setor manufatureiro ligado à produção de máquinas, transporte e eletrônica somados superior a 35% do total. Estes países são ainda os únicos para os quais a soma dos setores primário e manufatura tradicional é superior a 35% do total.

Gráfico 9: Valor agregado sobre exportações totais de bens e serviços. Participação por setor e renda *per capita*. Países selecionados.



A categorização setorial foi estabelecida a partir do agrupamento dos dados de valor agregado incorporado à indústria por setores econômicos, divulgados pela OCDE, da seguinte forma:

Setor primário: agricultura, caça, extração madeireira, pesca e mineração;

Indústria tradicional: Produtos alimentícios, bebidas e tabaco, têxteis e calçados, indústria madeireira, de papel, impressão e gráfica, reciclagem, e outros produtos manufaturados;

Indústria química e metalúrgica: Coque, produtos de petróleo refinado e combustíveis nucleares, produtos químicos, plástico e borracha, outros produtos minerais não metálicos, indústria metalúrgica básica e produtos de metal fabricados;

Indústria eletrônica e de transporte: máquinas e equipamentos, equipamentos óticos e elétricos, equipamentos de transporte.

Serviços especializados: Transporte e armazenamento, postagem e comunicação, intermediação financeira, atividades imobiliárias, aluguel de máquinas e equipamentos, computadores e atividades relacionadas, pesquisa e desenvolvimento e outras atividades de negócios.

Outros serviços: hotéis e restaurantes, serviços comunitários, sociais e serviços pessoais.

Fonte: OCDE (TiVA). Elaboração própria.

Prevalece, de forma mais complexa, uma divisão do trabalho entre países de renda elevada e PEDs, tornando evidente uma questão importante para estratégias de desenvolvimento. Embora a participação nas cadeias globais de valor seja importante forma de participar do comércio internacional, o posicionamento produtivo em

atividades com valor agregado reduzido e baixa remuneração pode dificultar o desenvolvimento de atividades mais dinâmicas e complexas, que permitam uma trajetória em direção ao *catching up* com os países avançados (Felipe et alli, 2012).

O posicionamento produtivo em setores de baixos salários como fator de diferenciação, num contexto de elevada mobilidade das estruturas produtivas, pode elevar incertezas em relação às consequências de episódios de perda de competitividade em relação a outros países. Neste sentido, trata-se de uma vantagem comparativa essencialmente frágil e perniciosa do ponto de vista distributivo.

As cadeias globais de valor contribuem para modalidades de especialização dentro de um mesmo processo produtivo, com tipos diferenciados de dinamismo e potenciais de ganhos de produtividade. Neste sentido, torna-se pertinente a crítica estruturalista, e em especial o argumento neoestruturalista, exposto por Fainzylber (1993), Ffrench-Davis (1988) e Sunkel e Zuleta (1990), comentada no capítulo 2, a respeito da necessidade de desenvolvimento de capacidades de geração endógena de progresso técnico.

A conformação da divisão internacional do trabalho impõe desafios importantes de políticas públicas para os PEDs. O posicionamento produtivo em setores cuja vantagem comparativa se fundamenta no baixo custo do trabalho pode prejudicar as possibilidades de desenvolvimento de capacidades locais em setores de valor agregado mais elevado, sob o risco de esgotamento de vantagens comparativas estáticas em relação a outros países, como exposto por OCDE (2014). Por outro lado, o novo desenho das estruturas produtivas globais, com a redução de importância relativa de estruturas verticalizadas impõe desafios sobre políticas de desenvolvimento.

Neste sentido, ingressos de investimentos diretos não necessariamente contribuem para a internalização de novos métodos e inovações sobre as estruturas produtivas domésticas, podendo inclusive acentuar características competitivas especializadas em baixos salários e processos produtivos “*commoditizados*”. Pode-se refletir, neste sentido, sobre a necessidade de maior seletividade por parte dos países em relação aos capitais de investimento entrantes (ou pelo menos de criação de incentivos que tornem os ingressos mais seletivos) e de desenvolvimento de criação de vantagens comparativas em setores dinâmicos domésticos que contribuam para a criação de progresso técnico de modo endógeno.

A avaliação sobre a construção de capacidades técnicas e de inovação por parte dos sistemas de produção presentes num país pode ser considerada, acima de tudo, dinâmica. Neste sentido, podem ser ressaltadas tendências em curso nos mecanismos de produção para as próximas décadas, como discutido por OCDE (2016) e World Economic Forum (2017). Novas tecnologias em curso e em estado de transformação, associadas, por exemplo, ao avanço da robotização de processos industriais, impressões em 3D, nano e bio-tecnologia, constituem o que convencionalmente tem sido denominado de quarta revolução industrial. Uma perspectiva deste processo é a redução do custo de processos produtivos, e da relevância de vantagens de custos de mão de obra locais, demandando *expertises* mais profundos em tecnologia e trabalho especializado. Este ponto, potencialmente, traz o enfraquecimento dos elos construídos pelas cadeias globais de valores, tornando ainda mais frágeis vantagens competitivas associadas a custos de produção.

4.3. FATOS ESTILIZADOS SOBRE O CICLO DE CRESCIMENTO GLOBAL NA PRIMEIRA DÉCADA DO SÉCULO XXI

O cenário econômico no início da década de 2000 foi marcadamente diferenciado para os principais PEDs em relação às décadas anteriores, caracterizadas por episódios recorrentes de deterioração das condições de estabilidade financeira⁴⁴.

A despeito das oscilações cíclicas ocorridas na última década e meia, os principais PEDs têm logrado melhora em indicadores de desempenho econômico e de percepção externa de riscos, e maior capacidade de atração de fontes de financiamento externo, como pode ser evidenciado na Tabela 8, nos gráficos 10 e 11, respectivamente.

Podem ser observados, desde o início deste século, dois ciclos de crescimento e de liquidez abundante, entre meados de 2003 e o meados de 2008, e entre o final de 2009 e meados de 2014, com características particulares. A crise financeira de 2008, cujos efeitos foram mais intensos e mais prolongados nos principais países avançados, se apresenta como marco divisor entre os dois períodos.

⁴⁴ Entre os episódios de crise financeira nos países de desenvolvimento podem ser citados, por exemplo, a crise da dívida dos PEDs, no início da década de 1980, e as sucessivas crises na década de 1990, como a crise do México, em 1995, do sudeste asiático, em 1997, da Rússia, em 1998, e do Brasil, em 1999. Um episódio com características típicas da década de 1990, mas já entre 2001 e 2002 foi a crise relacionada ao fim da paridade dólar-peso na Argentina. Uma lista abrangente de crises financeiras em países avançados e em desenvolvimento desde o início da década de 1970 pode ser vista em Gourinchas e Obstfeld (2011).

Tabela 8: Evolução do PIB por principais grupos de países.

Grupo/ País	1997-02	2003-07	2008-09	2010-13	2014-15
Ásia	5,8	9,5	7,4	7,9	6,8
Am. Latina e Caribe	2,1	4,9	1,1	4,2	0,6
Europa emergente	2,9	6,1	0,1	4,6	4,3
África sub-Sahariana	3,9	6,4	4,9	5,4	4,2
MENA, Afeganistão e Paquistão	3,0	7,2	2,9	4,3	2,7
CEI *	4,0	8,1	- 0,5	4,0	- 0,6
Memo:					
ASEAN 5	2,0	5,7	3,9	5,7	4,7
China	8,4	11,7	9,4	9,0	7,1
Índia	5,3	8,8	6,2	7,2	7,8
Brasil	2,2	4,0	2,5	4,1	- 1,6
Rússia	3,7	7,5	- 1,3	3,8	- 1,0

Notas:

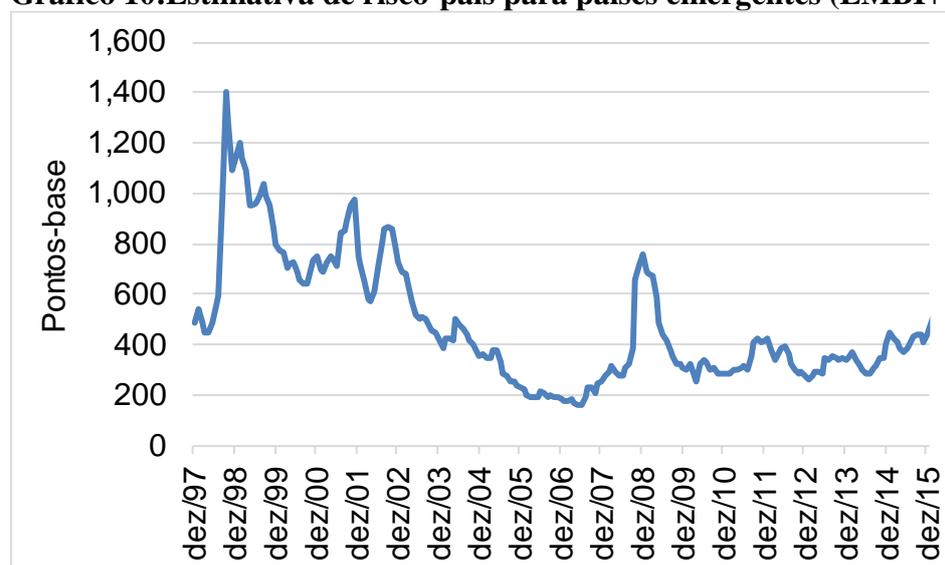
Definição de regiões de acordo com critério estabelecido pelo FMI.

CEI: Comunidade dos Estados Independentes. Estão incluídos no grupo Geórgia, Turcomenistão e Ucrânia, que embora não sejam membro do grupo, possuem, de acordo com o FMI similaridades na estrutura econômica.

ASEAN 5: Indonésia, Malásia, Filipinas, Tailândia e Vietnã.

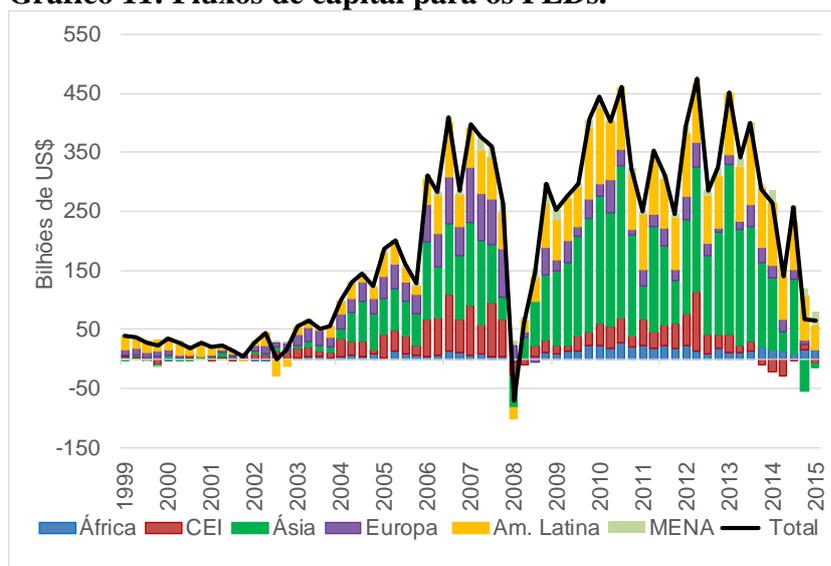
MENA: Oriente Médio e Norte da África.

Fonte: FMI (WEO). Elaboração própria

Gráfico 10: Estimativa de risco-país para países emergentes (EMBI+ spread).

Fonte: Banco Mundial (Global Economic Monitor). Elaboração própria.

Gráfico 11: Fluxos de capital para os PEDs.

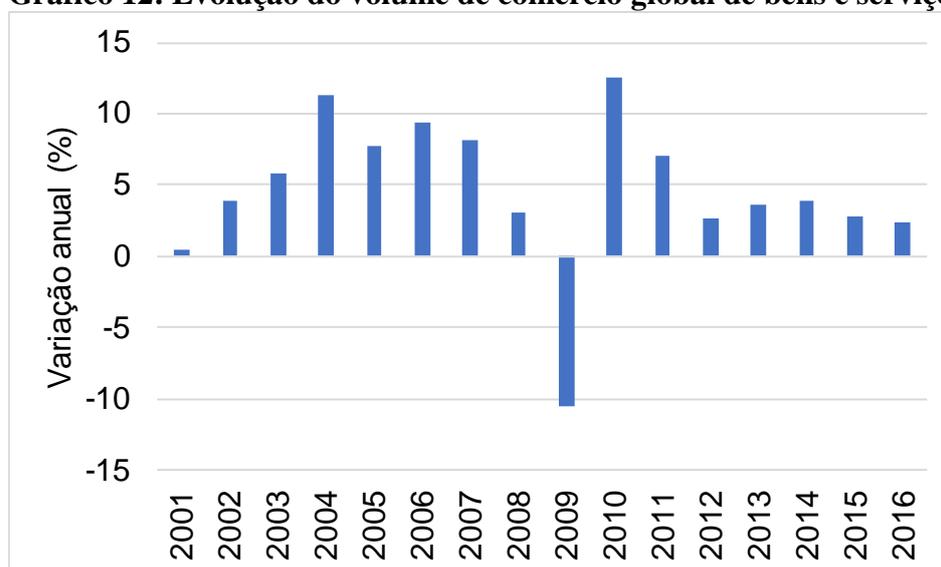


Nota: Dados correspondentes à somatória dos seguintes ingressos brutos de capital nos países de cada grupo: investimentos diretos estrangeiros, fluxos de portfólio e outros investimentos. Os saldos excluem os fluxos de regularização e financiamentos excepcionais.

Fonte: FMI (International Financial Statistics). Elaboração própria.

Como elemento relacionado, o fluxo global de comércio cresceu de modo impressionante em relação às décadas anteriores, como mostra o gráfico 12.

Gráfico 12: Evolução do volume de comércio global de bens e serviços.



Fonte: FMI (World Economic Outlook). Elaboração própria.

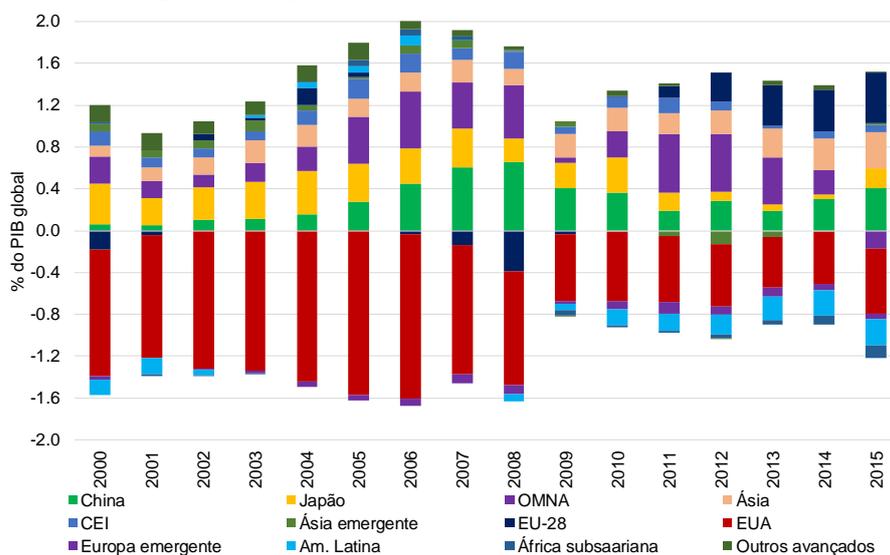
O crescimento dos fluxos de comércio globais foi parte associada a este processo, como evidenciado no gráfico 12. Três elementos inter-relacionados influenciaram deste fenômeno: o crescimento da economia dos EUA, altamente influenciada pelas posições dos setores domésticos, a ascensão da economia chinesa e a alta do preço das matérias-primas. A análise de seus desdobramentos sobre os diferentes

setores e regiões pode contribuir para a compreensão sobre a evolução das assimetrias comerciais e financeiras mencionadas nos capítulos anteriores.

4.3.1. Crescimento dos EUA e desequilíbrios globais de balanço de pagamentos

Do ponto de vista da dinâmica de balanço de pagamento entre países, a década de 2000 se notabilizou por um forte crescimento dos desequilíbrios globais de conta-corrente, como destacado por Palley (2014). Os EUA assumiram posição deficitária em relação ao resto do mundo, representando em média de 63% dos *deficits* globais de conta-corrente agrupados por região no período entre 2000 e 2007⁴⁵. Este ponto é evidenciado do gráfico 13.

Gráfico 13: Desequilíbrios globais: saldo de conta-corrente de regiões do globo ponderadas pelo PIB global



Nota: Saldos de conta-corrente representados pela agregação dos saldos líquidos dos países pertencentes aos respectivos grupos.

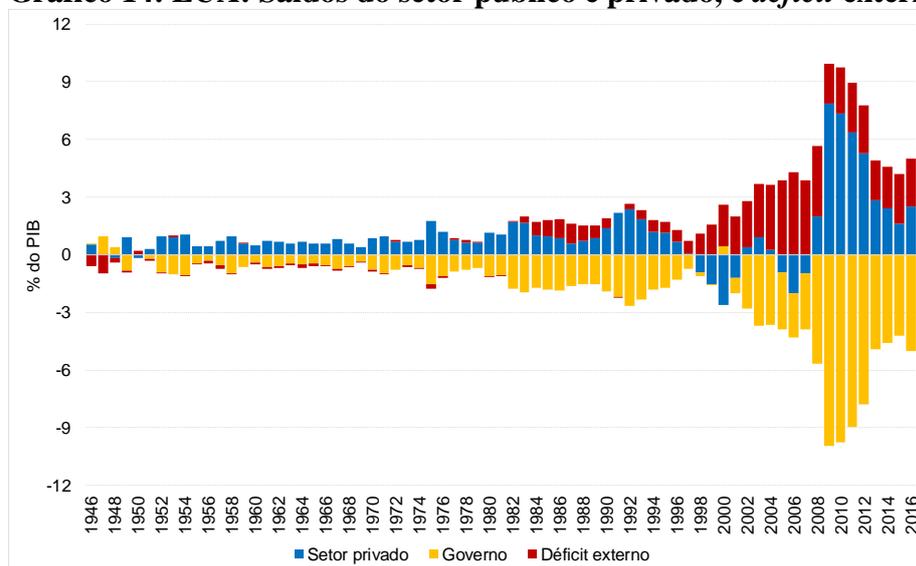
Fonte: FMI. Elaboração própria

Do ponto de vista da economia americana, este cenário representou uma situação inédita desde o pós-Segunda Guerra Mundial, com a configuração de *deficits* triplos, como evidenciado no gráfico 14.

⁴⁵ Dado calculado pelo autor de acordo com a base de dados do *World Economic Outlook (WEO)*, do FMI. Neste caso, o percentual é calculado comparando os EUA com o total líquido de outras regiões do globo. Tomando-se um cálculo do *deficit* de conta-corrente americano em relação à somatória de todos os países deficitários do globo, de modo isolado, o percentual é de 63% no mesmo período.

A posição altamente deficitária dos EUA favoreceu que outros países adotassem estratégias de crescimento *export-led*, como China e outros países dos PEDs do Leste Asiático, assim como Japão e Alemanha (Palley, 2014).

Gráfico 14: EUA: Saldos do setor público e privado, e deficit externo.

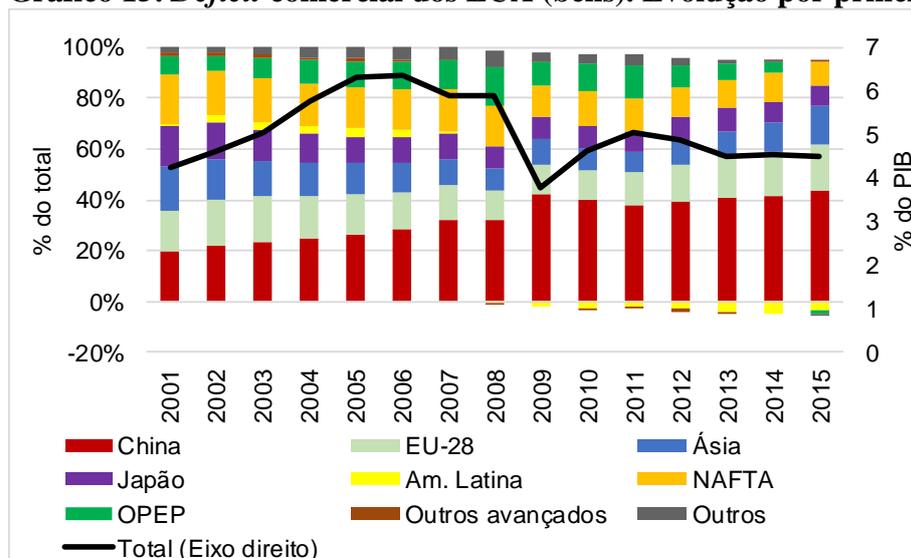


Fonte: Federal Reserve (Flow of Funds). Elaboração própria.

Os gráficos 15 e 16 evidenciam a evolução dos saldos comerciais de bens dos EUA com os principais parceiros e categorias de bens, respectivamente. O aumento do *deficit* se deu principalmente com a China, cujo saldo passou de 19% do total em 2000, para 48% em 2015.

Do ponto de vista da pauta por produtos, houve uma mudança de composição no segmento de manufaturas, com uma queda relativa dos *deficits* em segmentos de mais baixa densidade tecnológica após a crise de 2008 (de aproximadamente 56% do *deficit* em produtos manufaturados entre 2000 e 2003 para cerca de 48% entre 2011 e 2015), elevação da contribuição dos setores de alta densidade (11% em média entre 2000 e 2003 do *deficit* em produtos manufaturados para cerca de 21% em 2011 e 2015).

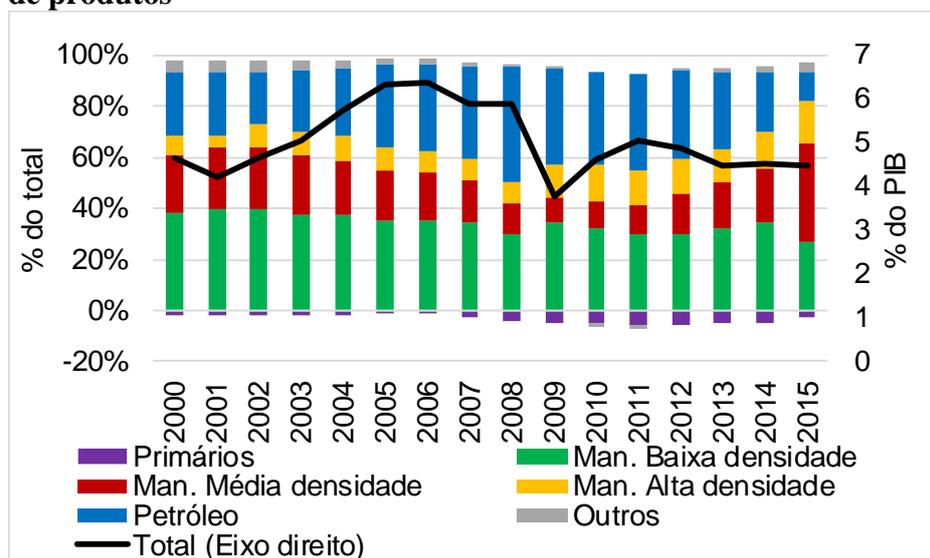
Gráfico 15: Deficit comercial dos EUA (bens). Evolução por principais parceiros.



A divisão do mundo por regiões foi organizada da seguinte forma: para os países da Europa, os países que não fazem parte do bloco da União Europeia (EU-28) foram considerados em desenvolvimento. Os outros países avançados correspondem aos países avançados, de acordo com a especificação utilizada pelo World Economic Outlook, do FMI, excluídos EUA, Canadá, Japão e os países-membros da EU-28. Os países do CEI correspondem aos membros da Comunidade dos Estados Independentes, acrescidos de Geórgia, Turcomenistão e Ucrânia, como critério adotado pelo FMI. Os países da OPEP são compostos por um grupo de A OPEP é formada por 14 países, conforme lista no sítio da instituição (www.opec.org). O NAFTA é composto por Canadá, EUA e México. Por esta razão, o último não está incluído na América Latina.

Fonte: OCDE (Stan). Elaboração própria

Gráfico 16: Deficit comercial dos EUA (bens). Evolução por densidade tecnológica de produtos



Produtos manufaturados, conforme teor de densidade tecnológica.

A segregação dos bens exportados por grau de sofisticação de setores, é adotada a classificação feita pela base de dados STAN (Structural economic analysis) da OCDE, a partir de dados fornecidos pelos países, pela classificação padronizada ISIC Ver. 4 (quarta revisão da *International Standard Industry Classification*). Sobre a classificação do setor manufatureiro conforme intensidade tecnológica, vide nota técnica OCDE (2011).

Fonte: OCDE (Stan). Elaboração própria

Ffrench-Davis (2006) comenta o *deficit* crescente dos EUA a partir da década de 2000 como um desdobramento de um processo já em curso na década anterior, de *boom* favorecido pelo crescimento do mercado acionário e do endividamento do setor privado. Embora tenha havido uma tendência de queda na participação dos salários no PIB, um cenário de taxas de juros em níveis historicamente baixas contribuiu para que o consumo doméstico fosse impulsionado pela redução das taxas de poupança e aumento do crédito doméstico (Palley 2014). As trajetórias positivas dos preços dos imóveis e dos mercados de capitais contribuíram para o aumento do patrimônio das famílias, que atuou com uma espécie de lastro para sua dinâmica ascendente de alavancagem das famílias. Do ponto de vista dos *deficits* públicos, houve uma trajetória expansiva, favorecida entre outros fatores por incentivos tributários concedido no início do governo de George W. Bush entre 2001 e 2003 e pelos esforços da guerra no Iraque e no Afeganistão. O elevado crescimento dos EUA, favorecido pela posição externa deficitária contribuiu para que o país atuasse como uma espécie de grande comprador mundial.

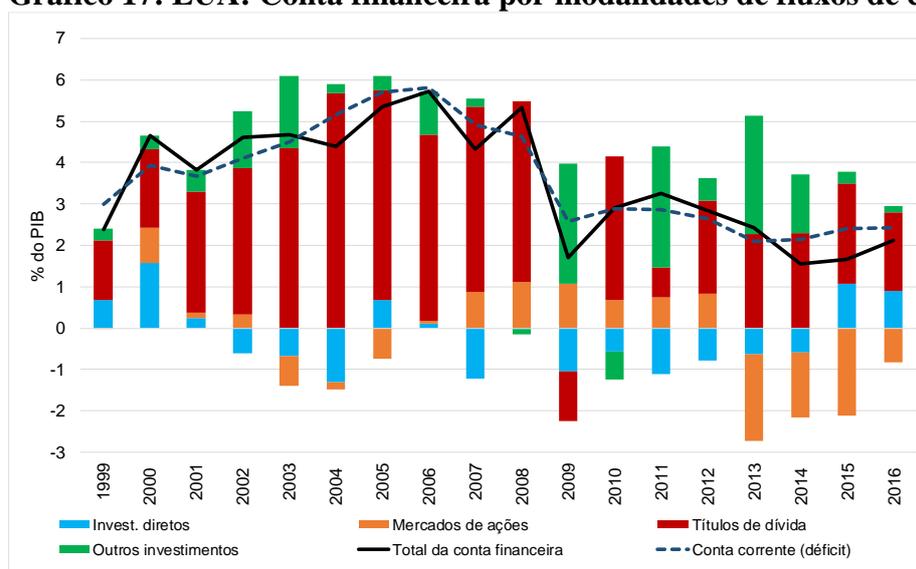
De acordo com Palley (2014), o ingresso de divisas nos EUA, por meio dos investimentos dos países superavitários, em especial em títulos de dívida, foi um ponto importante que auxiliou a manutenção do cenário de crescimento com endividamento externo da economia dos EUA. A percepção de estabilidade deste arranjo podia ser atribuída a uma aparente simbiose, explicada pelo diferencial competitivo do sistema financeiro dos EUA⁴⁶. O gráfico 17 ilustra a evolução da conta financeira dos EUA, por modalidades de fluxos de capitais.

Este sistema, porém, apresentava uma natureza intrinsecamente instável por sua própria natureza. Palley (2014) destaca uma interdependência entre três componentes para sua viabilidade: os setores domésticos dos EUA, cujos gastos contribuíam para a conformação dos *deficits* externos do país, impulsionados por taxas de poupança baixas, valorização patrimonial e elevado endividamento; o sistema financeiro americano, que financiava os setores domésticos e captava recursos provenientes do exterior; e dos

⁴⁶ De acordo com Palley (2014), as explicações ortodoxas sobre o ciclo de crescimento com desequilíbrio de balanço de pagamentos na década de 2000 podiam ser compreendidas como um estágio evolutivo das teorias tradicionais, que enfatizam as vantagens associadas aos processos de liberalização dos fluxos comerciais e financeiros. Como elementos de argumentação, há a suposição de que existem vantagens comparativas do sistema financeiro EUA, e dos ativos financeiros produzidos no país, e a disposição dos demais países em manter recursos em dólares, devido à experiência das crises financeiras nos países emergentes no final da década de 1990.

países superavitários, que dependiam da manutenção dos gastos dos setores domésticos dos EUA e investiam seus saldos líquidos no sistema financeiro dos EUA. A quebra de um dos elos desta cadeia possuía consequências potenciais sistêmicas sobre o conjunto de relações. A crise de 2008 pode ser explicada pela interrupção do canal de financiamento das famílias e gastos das famílias (Palley, 2014).

Gráfico 17: EUA: Conta financeira por modalidades de fluxos de capital.



Fonte: Bureau of economic analysis (BEA). Elaboração própria.

Dentro deste esquema, o dinamismo econômico dos países em desenvolvimento, em especial das economias exportadoras de matérias-primas, era beneficiado pelos ingressos positivos de capital gerados pelo ambiente de elevada liquidez externa, e pela expansão dos fluxos de comércio. Na sequência, é feita uma breve explanação sobre características associadas à evolução recente dos fluxos de comércio e a inserção dos principais grupos de países.

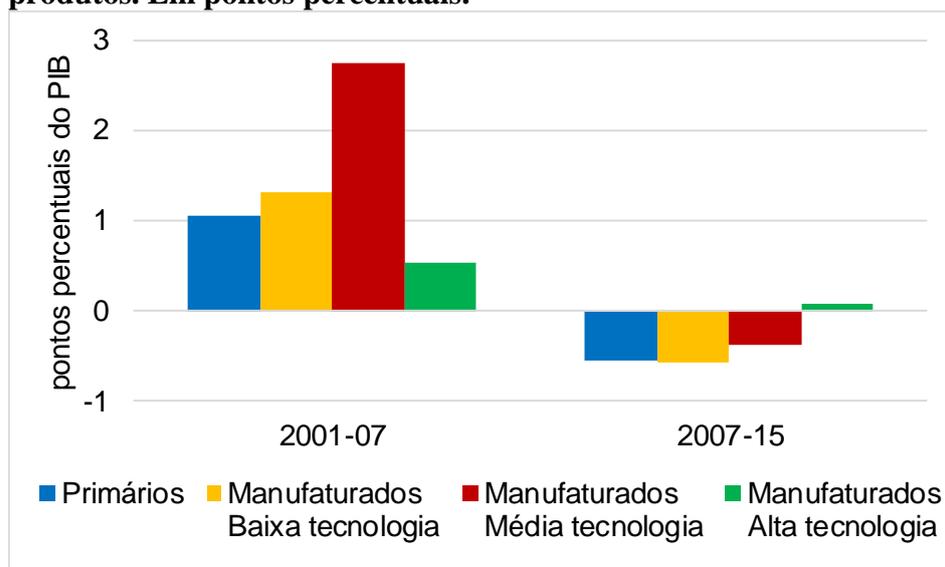
4.3.2. Expansão do comércio global: diferentes ritmos de dinamismo.

Alguns fatos estilizados podem ser traçados a respeito da evolução do comércio global desde 2000. Como evidenciado no gráfico 18, os setores de bens manufaturados com média e alta intensidade tecnológica apresentaram dinamismo mais elevado entre 2001 e 2007, com crescimento somado de 3,3 pontos percentuais do PIB mundial. Os setores primário e de baixa intensidade tecnológica cresceram 2,4 pontos percentuais do PIB global. Como efeito da crise financeira internacional, houve uma redução dos fluxos de comércio, que também se procedeu de forma assimétrica entre as diferentes modalidades de produtos. Como observado no gráfico 18, entre 2007 e 2015, as

exportações de bens primários e manufaturados de baixo conteúdo tecnológico foram os que mais caíram em relação ao PIB global, em 1,1 ponto percentual do PIB. As de bens manufaturados de médio e alto conteúdo tecnológico apresentaram melhor desempenho, com queda de 0,4 pontos percentuais do PIB e alta de 0,1 ponto percentual do PIB, respectivamente.

Esta evidência reforça argumentos em relação à assimetria nas relações de comércio entre grupos de países e seus efeitos para o potencial de crescimento e geração de divisas, em linha com o argumento estruturalista exposto no capítulo 2 e com os fatos estilizados expostos na segunda seção deste capítulo. Os setores com maior grau de sofisticação tecnológica têm apresentado maior nível de dinamismo nos períodos de expansão e menor suscetibilidade a queda dos períodos de retração.

Gráfico 18: Variação das exportações globais no período recente, por categoria de produtos. Em pontos percentuais.



Fonte: OCDE/ STAN. FMI/ WEO. Elaboração própria

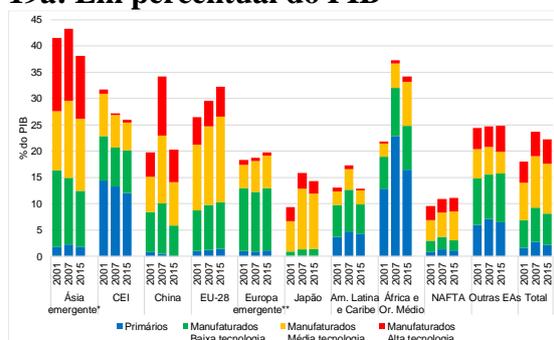
Analisando por regiões do globo, pode ser percebido um desempenho diferenciado dos fluxos de comércio.

No caso das exportações, como evidenciado nos gráficos 19a e 19b, nos países avançados e na Ásia emergente, incluindo a China, houve uma evolução positiva principalmente do comércio de bens manufaturados de média e alta densidade tecnológica. Nas demais regiões em desenvolvimento, a evolução se procedeu principalmente em setores primários e de baixa densidade tecnológica. Em relação às importações, como evidenciado nos gráficos 20a e 20b, não houve variação significativa na distribuição por setores entre as diversas regiões do globo, exceto na região do

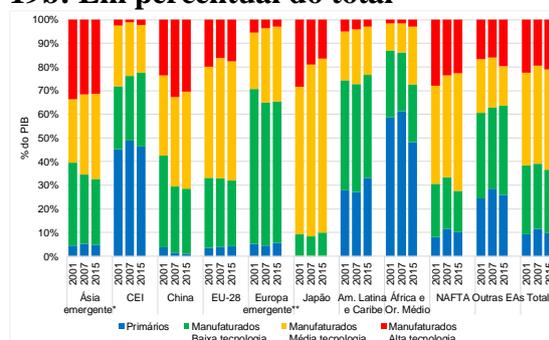
NAFTA entre 2007 e 2015, com a redução da significância dos setores de baixa densidade tecnológica e elevação dos setores de média densidade.

Gráficos 19a e 19b: Exportações por regiões, em percentual do PIB

19a: Em percentual do PIB



19b: Em percentual do total



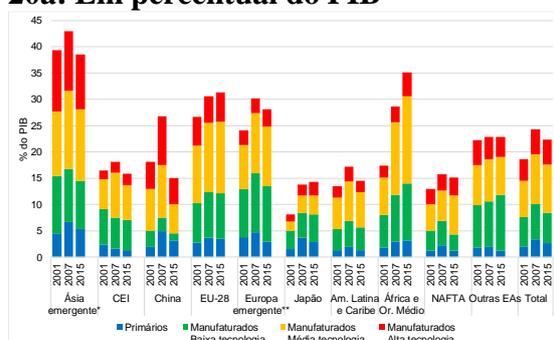
A segregação dos bens exportados por grau de sofisticação de setores, é adotada a classificação feita pela base de dados STAN (Structural economic analysis) da OCDE, a partir de dados fornecidos pelos países, pela classificação padronizada ISIC Ver. 4 (quarta revisão da *International Standard Industry Classification*). Sobre a classificação do setor manufatureiro conforme intensidade tecnológica, vide nota técnica OCDE (2011).

A divisão do mundo por regiões foi organizada da seguinte forma: para os países da Europa, os países que não fazem parte do bloco da União Europeia (EU-28) foram considerados em desenvolvimento. Os outros países avançados correspondem aos países avançados, de acordo com a especificação utilizada pela base de dados do *World Economic Outlook*, do FMI, excluídos EUA, Canadá, Japão e os países-membros da EU-28. Os países do CEI correspondem aos membros da Comunidade dos Estados Independentes, acrescidos de Geórgia, Turcomenistão e Ucrânia, como critério adotado pelo FMI. O NAFTA é composto por Canadá, EUA e México. Por esta razão, o último não está incluído na América Latina.

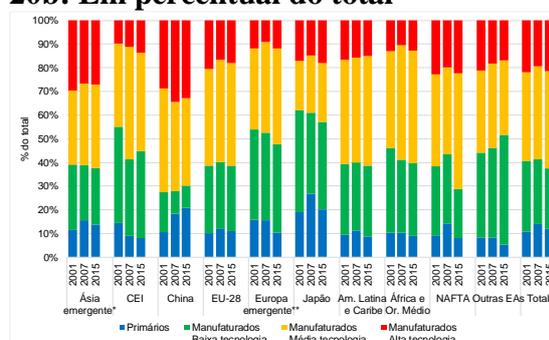
Fonte: OCDE/ STAN. FMI/ WEO. Elaboração própria

Gráficos 20a e 20b: Importações por regiões, em percentual do PIB.

20a: Em percentual do PIB



20b: Em percentual do total



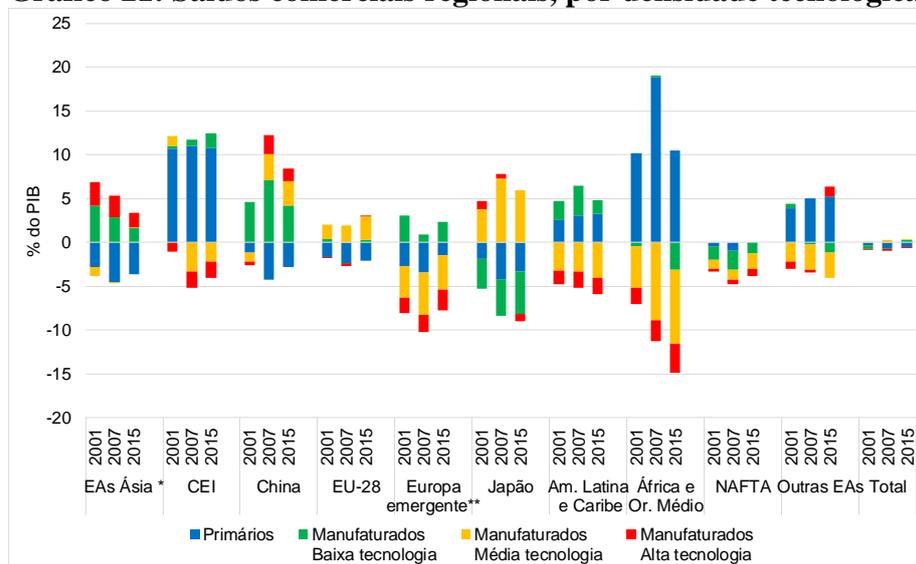
A segregação dos bens exportados por grau de sofisticação de setores, é adotada a classificação feita pela base de dados STAN (Structural economic analysis) da OCDE, a partir de dados fornecidos pelos países, pela classificação padronizada ISIC Ver. 4 (quarta revisão da *International Standard Industry Classification*). Sobre a classificação do setor manufatureiro conforme intensidade tecnológica, vide nota técnica OCDE (2011).

A divisão do mundo por regiões foi organizada da seguinte forma: para os países da Europa, os países que não fazem parte do bloco da União Europeia (EU-28) foram considerados em desenvolvimento. Os outros países avançados correspondem aos países avançados, de acordo com a especificação utilizada pela base de dados da base de dados do *World Economic Outlook*, do FMI, excluídos EUA, Canadá, Japão e os países-membros da EU-28. Os países do CEI correspondem aos membros da Comunidade dos Estados Independentes, acrescidos de Geórgia, Turcomenistão e Ucrânia, como critério adotado pelo FMI. O NAFTA é composto por Canadá, EUA e México. Por esta razão, o último não está incluído na América Latina.

Fonte: OCDE/ STAN. FMI/ WEO. Elaboração própria

A análise dos saldos líquidos por setores, no gráfico 21, evidencia um padrão especializado de comércio principalmente na América Latina, CEI e África e Oriente Médio, em contraposição às demais regiões, que possuem uma relação mais equilibrada de comércio, em termos de sua densidade tecnológica.

Gráfico 21: Saldos comerciais regionais, por densidade tecnológica dos bens.



A segregação dos bens exportados por grau de sofisticação de setores, é adotada a classificação feita pela base de dados STAN (Structural economic analysis) da OCDE, a partir de dados fornecidos pelos países, pela classificação padronizada ISIC Ver. 4 (quarta revisão da *International Standard Industry Classification*). Sobre a classificação do setor manufatureiro conforme intensidade tecnológica, vide nota técnica OCDE (2011).

A divisão do mundo por regiões foi organizada da seguinte forma: para os países da Europa, os países que não fazem parte do bloco da União Europeia (EU-28) foram considerados em desenvolvimento. Os outros países avançados correspondem aos países avançados, de acordo com a especificação utilizada pela base de dados do World Economic Outlook, do FMI, excluídos EUA, Canadá, Japão e os países-membros da EU-28. Os países do CEI correspondem aos membros da Comunidade dos Estados Independentes, acrescidos de Geórgia, Turcomenistão e Ucrânia, como critério adotado pelo FMI. O NAFTA é composto por Canadá, EUA e México. Por esta razão, o último não está incluído na América Latina.

Fonte: OCDE/ STAN. FMI/ WEO. Elaboração própria

O comércio dos segmentos de produtos manufaturados de alta e média intensidade tecnológica tende a se concentrar principalmente no bloco compreendido pelo NAFTA, EU-28, Ásia emergente, China e Japão. Estes grupos de países são relevantes tanto em termos de exportações quanto de importações nestes setores. Os demais agrupamentos de países, compreendidos por África, CEI, Oriente Médio e América Latina, apresentam participação inferior. Sua representatividade tende a ser mais relevante do lado das importações, o que sugere um perfil de comércio mais segmentado e especializado. As exportações de bens com maior teor tecnológico nestes países apresentam característica tópica, concentrando-se em setores específicos, no que pode ser dado o exemplo do setor de aviação civil no Brasil.

Já nos setores manufatureiros de baixa complexidade, a América Latina cresceu mais fortemente. Neste sentido, a variação positiva das exportações para a China é um fator que contribuiu positivamente.

As tabelas 9, 10, 11 e 12 evidenciam mapa geral do fluxo de comércio por tipos de produto de bens, por regiões, ranqueando os principais fluxos para cada segmento tecnológico, reforçando os argumentos comentados acima.

Tabela 9: Bens de alta densidade tecnológica. Principais fluxos de comércio por regiões do globo. Em percentual do total.

Fluxo regional		2001		Fluxo regional		2007		Fluxo regional		2015	
		Exportações	Importações			Exportações	Importações			Exportações	Importações
EU-28 vs. EU-28		19,9	19,9	1 EU-28 vs. EU-28		18,4	18,4	1 EU-28 vs. EU-28		14,2	14,2
NAFTA vs. NAFTA		7,9	7,9	2 Ásia vs. Ásia		7,8	7,8	2 Ásia vs. China		8,9	9,5
Ásia vs. Ásia		7,7	7,7	3 Ásia vs. China		6,8	6,0	3 Ásia vs. Ásia		8,5	8,5
EU-28 vs. NAFTA		4,8	6,4	4 NAFTA vs. NAFTA		4,7	4,7	4 NAFTA vs. NAFTA		4,4	4,4
Ásia vs. NAFTA		6,2	3,9	5 EU-28 vs. NAFTA		3,7	4,3	5 EU-28 vs. NAFTA		3,8	3,7
EU-28 vs. Ásia		2,2	4,3	6 Ásia vs. NAFTA		4,1	2,7	6 NAFTA vs. China		1,3	5,6
Ásia vs. Japão		2,3	3,3	7 EU-28 vs. Ásia		2,1	3,6	7 Ásia vs. NAFTA		3,5	2,2
NAFTA vs. Japão		1,5	3,1	8 NAFTA vs. China		0,9	4,4	8 EU-28 vs. China		1,2	3,6
Ásia vs. China		2,3	2,2	9 EU-28 vs. China		0,8	3,8	9 EU-28 vs. Ásia		1,7	2,7
EU-28 vs. Outros		1,7	1,3	10 Ásia vs. Japão		1,5	2,2	10 EU-28 vs. Outros		1,4	1,5
Total		100,0	100,0	Total		100,0	100,0	Total		100,0	100,0
Memo:			Memo:			Memo:			Memo:		
A. Latina vs. NAFTA		0,3	1,1	1 A. Latina vs. NAFTA		0,2	1,0	1 A. Latina vs. NAFTA		0,2	0,8
A. Latina vs. EU-28		0,1	0,5	2 A. Latina vs. EU-28		0,1	0,4	2 A. Latina vs. China		0,0	0,6
A. Latina vs. A. Latina		0,2	0,2	3 A. Latina vs. A. Latina		0,3	0,3	3 A. Latina vs. EU-28		0,1	0,5

O critério utilizado para a definição das regiões do globo e para a classificação de produtos por densidade tecnológica foi o mesmo exposto nos gráficos 19, 20 e 21. OM&A = Oriente Médio e África.

Fonte: OCDE/ STAN. FMI/ WEO. Elaboração própria

Tabela 10: Bens de média densidade tecnológica. Principais fluxos de comércio por regiões do globo. Em percentual do total.

Fluxo regional		2001		Fluxo regional		2007		Fluxo regional		2015	
		Exportações	Importações			Exportações	Importações			Exportações	Importações
EU-28 vs. EU-28		30,9	30,9	1 EU-28 vs. EU-28		30,7	30,7	1 EU-28 vs. EU-28		23,1	23,1
NAFTA vs. NAFTA		12,2	12,2	2 NAFTA vs. NAFTA		7,7	7,7	2 NAFTA vs. NAFTA		8,7	8,7
EU-28 vs. NAFTA		5,2	2,8	3 Ásia vs. Ásia		3,3	3,3	3 Ásia vs. Ásia		4,0	4,0
Ásia vs. Ásia		2,9	2,9	4 EU-28 vs. NAFTA		3,8	2,2	4 Ásia vs. China		3,0	4,3
NAFTA vs. Japão		0,8	3,6	5 Ásia vs. China		2,3	2,6	5 EU-28 vs. NAFTA		4,0	2,1
Ásia vs. Japão		0,8	3,1	6 EU-28 vs. Ásia		1,8	1,8	6 NAFTA vs. China		0,9	3,1
EU-28 vs. Outros		2,1	1,4	7 Ásia vs. Japão		0,8	2,7	7 EU-28 vs. China		1,8	2,2
EU-28 vs. Ásia		1,9	1,5	8 EU-28 vs. Outros		1,9	1,2	8 EU-28 vs. Ásia		2,1	1,6
Ásia vs. NAFTA		1,9	1,4	9 EU-28 vs. China		1,2	1,8	9 Ásia vs. NAFTA		2,3	1,4
Ásia vs. China		1,6	1,5	10 NAFTA vs. Japão		0,5	2,2	10 Ásia vs. Japão		0,8	2,2
Total		100,0	100,0	Total		100,0	100,0	Total		100,0	100,0
Memo:			Memo:			Memo:			Memo:		
A. Latina vs. NAFTA		0,5	1,1	1 A. Latina vs. A. Latina		0,8	0,8	1 A. Latina vs. NAFTA		0,5	1,0
A. Latina vs. A. Latina		0,7	0,7	2 A. Latina vs. NAFTA		0,5	0,9	2 A. Latina vs. A. Latina		0,6	0,6
A. Latina vs. EU-28		0,3	0,9	3 A. Latina vs. EU-28		0,4	0,7	3 A. Latina vs. EU-28		0,2	0,8

O critério utilizado para a definição das regiões do globo e para a classificação de produtos por densidade tecnológica foi o mesmo exposto nos gráficos 19, 20 e 21. OM&A = Oriente Médio e África.

Fonte: OCDE/ STAN. FMI/ WEO. Elaboração própria

Tabela 11: Bens de baixa densidade tecnológica. Principais fluxos de comércio por regiões do globo. Em percentual do total.

2001				2007				2015			
Fluxo regional		Exportações	Importações	Fluxo regional		Exportações	Importações	Fluxo regional		Exportações	Importações
EU-28 vs. EU-28		27,3	27,3	1 EU-28 vs. EU-28		27,4	27,4	1 EU-28 vs. EU-28		22,8	22,8
NAFTA vs. NAFTA		9,2	9,2	2 NAFTA vs. NAFTA		6,1	6,1	2 Ásia vs. Ásia		5,4	5,4
Ásia vs. Ásia		3,6	3,6	3 Ásia vs. Ásia		4,0	4,0	3 NAFTA vs. NAFTA		5,2	5,2
Ásia vs. NAFTA		4,3	1,0	4 EU-28 vs. NAFTA		3,0	1,3	4 China vs. Ásia		4,0	1,5
EU-28 vs. NAFTA		3,5	1,7	5 China vs. NAFTA		3,6	0,3	5 China vs. NAFTA		3,8	0,6
EU-28 vs. Outros		2,3	1,8	6 EU-28 vs. Outros		2,3	1,6	6 Ásia vs. EU-28		2,8	1,4
China vs. Ásia		2,4	1,5	7 China vs. Ásia		2,4	1,2	7 Ásia vs. NAFTA		3,0	0,8
Ásia vs. EU-28		2,7	1,1	8 Ásia vs. NAFTA		2,9	0,7	8 China vs. EU-28		3,1	0,7
EU-28 vs. OM & A		1,6	1,5	9 Ásia vs. EU-28		2,5	1,0	9 EU-28 vs. Outros		2,4	1,3
China vs. NAFTA		2,7	0,2	10 China vs. EU-28		2,7	0,3	10 EU-28 vs. NAFTA		2,1	1,0
Total		100,0	100,0	Total		100,0	100,0	Total		100,0	100,0
Memo:				Memo:				Memo:			
A. Latina vs. NAFTA		1,9	0,9	1 A. Latina vs. A. Latina		1,2	1,2	1 A. Latina vs. NAFTA		1,0	1,3
A. Latina vs. A. Latina		1,2	1,2	2 A. Latina vs. NAFTA		1,5	0,8	2 A. Latina vs. A. Latina		1,0	1,0
A. Latina vs. EU-28		1,1	0,5	3 A. Latina vs. EU-28		1,1	0,4	3 A. Latina vs. EU-28		0,9	0,4

O critério utilizado para a definição das regiões do globo e para a classificação de produtos por densidade tecnológica foi o mesmo exposto nos gráficos 19, 20 e 21. OM&A = Oriente Médio e África.

Fonte: OCDE/ STAN. FMI/ WEO. Elaboração própria

Tabela 12: Bens primários: Principais fluxos de comércio por regiões do globo. Em percentual do total.

2001				2007				2015			
Fluxo regional		Exportações	Importações	Fluxo regional		Exportações	Importações	Fluxo regional		Exportações	Importações
EU-28 vs. EU-28		10,8	10,8	1 EU-28 vs. EU-28		9,5	9,5	1 EU-28 vs. EU-28		9,4	9,4
NAFTA vs. NAFTA		8,7	8,7	2 NAFTA vs. NAFTA		7,5	7,5	2 NAFTA vs. NAFTA		7,1	7,1
OM & A vs. EU-28		6,8	0,5	3 OM & A vs. Ásia		7,1	0,1	3 OM & A vs. Ásia		7,7	0,3
Outros vs. EU-28		5,0	0,8	4 CEI vs. EU-28		6,7	0,2	4 Ásia vs. Ásia		3,5	3,5
OM & A vs. Ásia		4,9	0,1	5 NAFTA vs. OM & A		0,4	5,7	5 CEI vs. EU-28		5,3	0,2
Ásia vs. Ásia		2,5	2,5	6 OM & A vs. EU-28		5,3	0,4	6 OM & A vs. EU-28		3,9	0,8
NAFTA vs. OM & A		0,5	4,4	7 Japão vs. OM & A		-	5,6	7 Outros vs. EU-28		3,4	0,4
Japão vs. OM & A		-	4,7	8 Ásia vs. Ásia		2,4	2,4	8 A. Latina vs. China		3,3	0,0
CEI vs. EU-28		4,4	0,1	9 Outros vs. EU-28		4,3	0,5	9 A. Latina vs. NAFTA		2,7	0,5
OM & A vs. NA		4,1	0,2	10 A. Latina vs. NAFTA		2,8	0,5	10 OM & A vs. China		3,0	0,1
Total		100,0	100,0	Total		100,0	100,0	Total		100,0	100,0
Memo:				Memo:				Memo:			
A. Latina vs. NAFTA		3,6	0,6	1 A. Latina vs. NAFTA		2,8	0,5	1 A. Latina vs. China		3,3	0,0
A. Latina vs. A. Latina		1,4	1,4	2 A. Latina vs. A. Latina		1,1	1,1	2 A. Latina vs. NAFTA		2,7	0,5
A. Latina vs. EU-28		2,1	0,1	3 A. Latina vs. EU-28		2,0	0,0	3 A. Latina vs. A. Latina		1,3	1,3

O critério utilizado para a definição das regiões do globo e para a classificação de produtos por densidade tecnológica foi o mesmo exposto nos gráficos 19, 20 e 21. OM&A = Oriente Médio e África.

Fonte: OCDE/ STAN. FMI/ WEO. Elaboração própria

O papel que o avanço da economia chinesa tem representado sobre as exportações globais de *commodities* e sobre seus preços é um ponto que tem sido objeto de atenção, como pode ser observado por exemplo em Monge-Naranjo e Sohail (2016) e em Banco Mundial (2015). De acordo com Banco Mundial (2015), o rápido crescimento da China, e em menor medida, da Índia, no período recente, teve contribuição positiva para o crescimento da demanda (superior ao crescimento da oferta) e dos preços das *commodities*. Os gráficos 22a a 22d evidenciam respectivamente a relevância de China e Índia em relação ao PIB global, e do consumo global de grãos alimentares, energia e metais.

Gráfico 22a: PIB de China e Índia¹. (Em % do PIB global e em % ao ano)

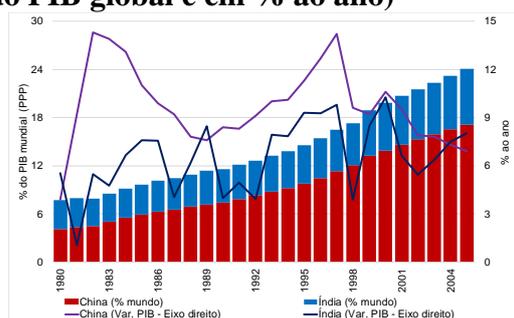


Gráfico 22b: Grãos agrícolas. Evolução do consumo³ e preços internacionais²

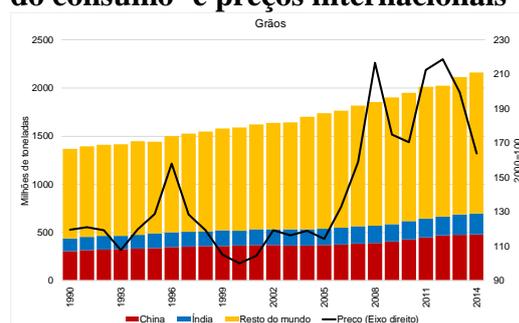


Gráfico 22c: Energia. Evolução do consumo³ e preços internacionais²

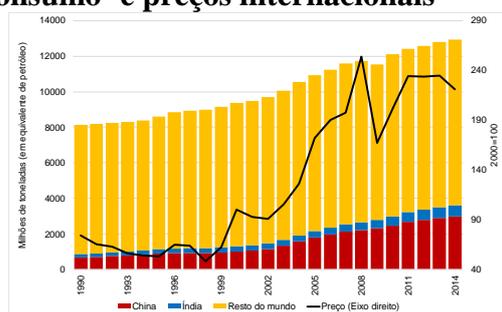
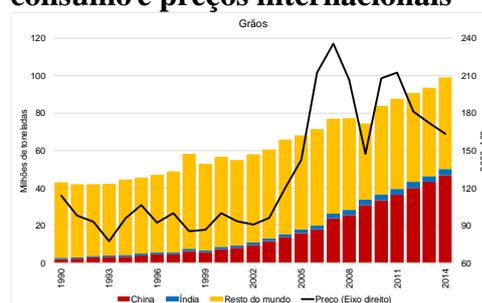


Gráfico 22d: Metais. Evolução do consumo e preços internacionais²



Notas:

- 1: Crescimento ao ano em moeda nacional, em valores constantes. Percentual do PIB mundial, conforme PIBs em dólar ajustados pelo critério de paridade do poder de compra
- 2: Preços internacionais em valores reais.
- 3: Consumo estimado de energia primária, obtida pela soma ponderada do consumo dos seguintes componentes: petróleo cru, gás natural, carvão, nuclear, hidrelétrica, e renováveis.

Fontes: FMI (WEO); Banco Mundial (2015; 2017). Elaboração própria

4.4. CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E RECUPERAÇÃO

A crise financeira internacional de 2008 teve fortes impactos sobre a economia global. Com a quebra do Banco Lehman Brothers, em setembro do mesmo ano, os efeitos para o sistema financeiro dos EUA e de outros países foram praticamente imediatos, ocasionando situação de pânico sobre os mercados financeiros dos principais países avançados, praticamente travando o mercado interbancário e demandando vultosos suportes por parte das autoridades monetárias destas economias.⁴⁷ As respostas de política macroeconômica foram praticamente sem precedentes, com aumento substancial dos gastos fiscais nos principais países avançados, que buscaram atuar de

⁴⁷ Uma referência interessante a respeito das medidas de estímulo fiscal adotadas por diversos países no auge da crise financeira de 2008 pode ser vista em OCDE (2009). Adicionalmente, o Federal Reserve de Nova Iorque compilou as principais ações monetárias e de resgate do sistema financeiro adotadas nos EUA e nos principais países avançados, que pode ser vista em Hellerstein et alii (2009).

modo anticíclico (Guttman, 2012), como evidenciado na Tabela 13, e com a ação dos principais bancos centrais, por meio da redução das taxas de juros de curto prazo a níveis próximos de zero e de medidas não convencionais de injeção de liquidez no sistema financeiro, compras de títulos de dívida públicos e privados de longo prazo (*quantitative easing*). A adoção de políticas monetárias acomodatórias por parte dos bancos centrais se procedeu inclusive nos anos seguintes a 2008, com a intenção de reativar as economias, o que contribuiu para o crescimento dos ativos dos bancos centrais. Os gráficos 23 e 24 ilustram a evolução dos balanços dos principais bancos centrais e das taxas de juros de curto prazo entre o período anterior à crise financeira e meados de 2014.

Tabela 13: Países avançados selecionados: comparativo de desempenho fiscal. Em % do PIB (2007 e 2009)

	2007			2009			Variação		
	Receita s	Gasto s	Sald o	Receita s	Gasto s	Sald o	Receita s	Gasto s	Sald o
Canadá	40,1	38,6	1,5	38,8	43,4	-4,5	-1,2	4,7	-6,0
França	49,7	52,2	-2,5	49,6	56,8	-7,2	-0,1	4,5	-4,6
Alemanha	42,3	42,1	0,2	43,7	46,7	-3,0	1,3	4,6	-3,2
Itália	45,2	46,8	-1,5	45,9	51,1	-5,3	0,6	4,4	-3,7
Japão	31,2	33,3	-2,1	29,6	40,0	-10,4	-1,6	6,7	-8,3
R. Unido	36,5	39,5	-3,0	35,1	45,9	-10,8	-1,4	6,5	-7,8
EUA	31,7	34,9	-3,2	28,4	41,9	-13,5	-3,3	7,1	-10,3

Fonte: FMI (WEO). Elaboração própria

Gráfico 23: Ativos totais de bancos centrais selecionados.

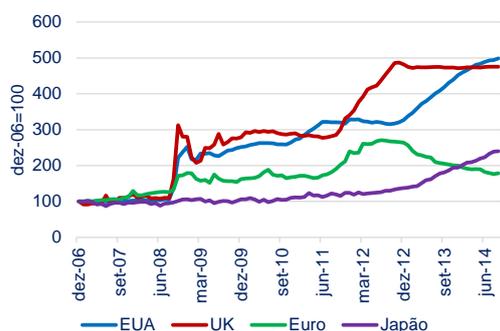
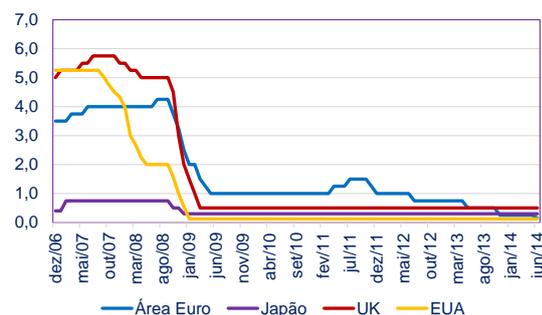


Gráfico 24: Taxas de juros: países selecionados.



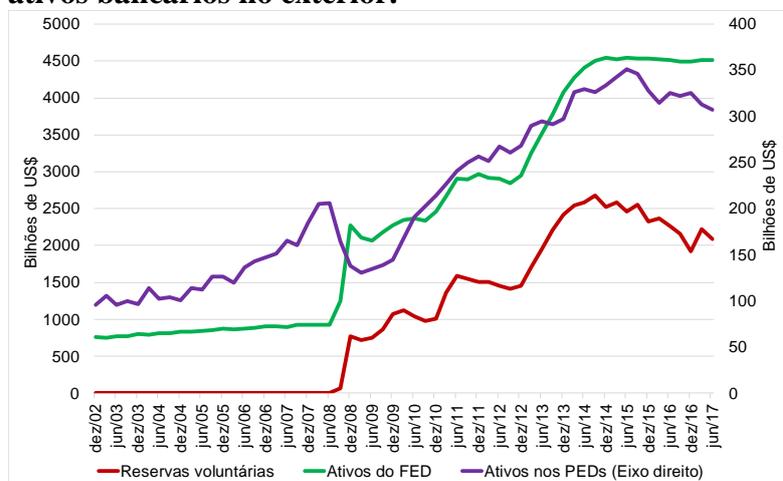
Fonte: Bancos centrais, FMI (*International Financial Statistics*). Elaboração própria

Apesar do vigor das respostas apresentadas, a recuperação dos principais países avançados tem sido lenta, passados nove anos da fase mais aguda da crise. A deterioração dos balanços dos agentes privados contribuiu para um longo processo de

desalavancagem, inibindo a predisposição de gastos dos agentes não financeiros e de novas operações de crédito por parte dos bancos. Na Europa, a deterioração dos saldos fiscais dos países da chamada periferia da Zona Euro (especialmente Grécia, Portugal e Irlanda, embora tenham sido afetados Espanha, Itália) contribuiu para uma espiral de desconfiança e desagregação da qualidade dos títulos de dívida soberana e dos ativos bancários desses países, demandando suporte emergencial por parte do Fundo Monetário Internacional, da União Europeia e Banco Central Europeu (FMI, 2012a).

Uma consequência das respostas monetárias foi a queda das taxas de juros dos títulos de longo prazo dos EUA, tradicional reduto de fuga para a qualidade em momentos de incerteza, para níveis historicamente baixos. No caso do *quantitative easing* dos EUA, além da ação emergencial no pós-crise de 2008, foram adotados três programas de compras de títulos de longo prazo, inclusive títulos privados vinculados ao mercado imobiliário (MBSs- *mortgage-backed securities*), resultando na adição ao balanço do Federal Reserve de aproximadamente US\$ 3,5 trilhões entre julho de 2008 e o final de 2014. Apesar da queda das taxas de juros de longo prazo ter correspondido às intenções do Federal Reserve, seus efeitos foram limitados no intuito de estimular os investimentos e o crédito de longo prazo, num contexto de desalavancagem e de elevada preferência pela liquidez em ativos domésticos. Parcela relevante no novo fluxo de liquidez injetado na economia retornou ao Federal Reserve na forma de depósitos voluntários e há indícios de que parte se direcionou a ativos internacionais, como exposto no gráfico 25.

Gráfico 25: EUA: Balanço do Federal Reserve, reservas bancárias voluntárias e ativos bancários no exterior.



Fontes: BIS; Federal Reserve. Elaboração própria

Do ponto de vista dos PEDs, o impacto imediato da crise foi a interrupção dos fluxos de capital, gerando uma interrupção da liquidez dos mercados, com efeitos adversos sobre as taxas de câmbio e nível de reservas internacionais em alguns países. Houve, adicionalmente, uma deterioração dos níveis de produto e emprego especialmente em 2009.

Porém, diferentemente dos principais países avançados, houve por parte dos maiores países deste grupo uma rápida capacidade de recuperação.

Este tipo de situação inusitada em relação a fases anteriores, de crescimento lento e elevada aversão a riscos nos países avançados, num contexto de desalavancagem dos setores privados, em combinação com elevada liquidez internacional favorecida pelas políticas monetárias altamente acomodáticas dos principais bancos centrais e rendimentos dos títulos públicos de longo prazo dos EUA em níveis historicamente baixos, permitiu a sustentação dos fluxos de capital para os PEDs, motivados em parte por comportamentos típicos de *search for yield* dos investidores externos (FMI, 2012a). A manutenção do dinamismo chinês no pós-crise, favorecida por respostas anticíclicas e por elevados gastos de capital domésticos proporcionou que este país contribuísse positivamente para a recuperação dos PEDs.

Um ponto, que cabe ser ressaltado, neste cenário, é a dependência do processo de recuperação em relação à continuidade dos incentivos por parte dos países avançados e do crescimento da economia chinesa. O cenário desde 2014 até meados de 2017 pode ser inserido neste contexto. A persistência de crescimento lento das principais economias avançadas, a desaceleração em curso na China e o processo de desarticulação porvir da política monetária acomodática nos EUA, são fatores que potencialmente contribuem para a redução da intensidade dos fluxos globais de capitais e para o aumento da incerteza sobre o desempenho da economia internacional nos próximos períodos, em linha com o discutido por Biancarelli et al (2017). Como pode ser observado nos gráficos 11 e 22b, 22c e 22d, desde meados de 2014 tem havido redução dos fluxos globais de capitais e queda dos preços das *commodities*, atingindo patamares próximos aos do início da década de 2000, o que tende a afetar em especial os países exportadores de matérias-primas.

4.5. BRASIL, CHILE E COLÔMBIA.

4.5.1. Comércio global: inserção e evolução no período recente

O objetivo desta seção é avaliar elementos marcantes do período recente do desempenho dos PEDs, com ênfase sobre os países da América do Sul.

Não se pretende uma análise com pretensão generalizada, que seja verificada em todos os países desta categoria. É reconhecido que a definição de países em desenvolvimento pode ser bastante abrangente, englobando economias com diferentes tamanhos, complexidade, condição sócio-econômica, entre outros aspectos. Adicionalmente, embora haja especificidades no nível de cada país, há a visão de que podem ser observadas circunstâncias comuns, relacionadas à forma de inserção econômica global, que geram condicionantes similares em termos de suas condições de estabilidade financeira.

São analisados de modo mais detalhado Brasil, Chile e Colômbia. Alguns fatores podem ser relacionados para sua escolha:

- São economias consideradas de renda média em relação a seus níveis de renda *per capita* (vide tabela 14);
- possuem porte médio em relação ao PIB total, embora a economia brasileira possua uma dimensão superior às demais (vide tabela 14);
- apresentaram relativa integração ao sistema financeiro internacional desde o início do século, ponto que não acontece, por exemplo, com Argentina e Venezuela, que em meio a vicissitudes políticas e econômicas, apresentaram relativa escassez de recursos externos no período;
- possuem pauta de exportação com presença relevante de setores primários e de manufaturas ligadas a *commodities*, com percentuais acima de 30% do total, apesar de variações entre países;
- disponibilidade de dados, especialmente em relação informações de balanços de pagamento e contas econômicas integradas por setores institucionais, em suas contas nacionais.

Tabela 14: Dados selecionados de países da América do Sul.

	PIB total (US\$ bi) ^a	PIB <i>per capita</i> (US\$/ ano) ^a	População (Milhões)	IDH (Ranking) ^b	Índice de abertura de capitais ^c
Argentina	545	12.494	44	0,83 (45)	-0,88
Bolívia	34	3.125	11	0,67 (118)	0,74
Brasil	1.799	8.727	206	0,75 (79)	-0,17
Chile	247	13.576	18	0,85 (38)	1,51
Colômbia	282	5.792	49	0,73 (95)	-0,32
Equador	98	5.917	17	0,74 (89)	1,00
Paraguai	27	4.003	7	0,69 (110)	0,83
Peru	195	6.204	31	0,74 (87)	2,37
Uruguai	52	15.062	3	0,79 (54)	2,37
Venezuela	236	7.620	31	0,77 (71)	-0,79

Notas:

- a) Dados de 2016.
- b) Índice de de desenvolvimento humano, estimado pelo Relatório de Desenvolvimento das Nações Unidas. Dados de 2015.
- c) Índice de abertura de capitais calculado por Chinn e Ito (2008), e atualizado pelos autores até 2015. O indicador consiste num indicador de componentes principais, baseado em variáveis *dummy* binárias a respeito de diferentes variáveis relativas a mecanismos de gerenciamento de taxa de câmbio, restrições de conta-corrente, restrições da conta financeira e regras de internalização de receitas de exportações. A fonte dos dados é o Relatório Anual sobre Gerenciamento e Restrições de Câmbio (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions - AREAER*), publicado pelo FMI. O valor médio entre países é zero, sendo que níveis positivos indicam maior grau de liberdade de capitais e negativos indicam maior nível de restrições. Os valores correspondem à média entre 2000 e 2015.

Fontes: FMI (WEO); Nações Unidas; Chinn e Ito (2008; 2017).

Adicionalmente, pode ser enfatizado que os países da América do Sul possuem nível de integração econômica e similaridade superior a um espectro mais amplo de países, que abarque, por exemplo, a América Central, composta em grande parte por países de pequeno porte e baixa renda, e pelo México, que por participar do Acordo de Livre Comércio da América do Norte (NAFTA) possui condicionantes econômicos e grau de integração econômica e comercial com os países da América do Norte diferenciados em relação aos países sul-americanos.

Tabela 15: Brasil, Chile e Colômbia: pauta das exportações e importações por grau de sofisticação de bens

		Exportações			Importações		
		Brasil	Chile	Colômbia	Brasil	Chile	Colômbia
2015	Primários	33.8	33.5	62.2	11.8	9.4	4.5
	Baixa*	30.0	58.4	15.4	16.5	39.2	24.7
	Média*	29.4	6.5	19.3	53.3	37.8	48.3
	Alta*	4.9	0.9	2.0	18.1	13.2	21.0
	Outros	1.9	0.7	1.2	0.3	0.5	1.5
	Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2007	Primários	22.3	31.8	42.7	16.7	17.4	6.5
	Baixa*	31.3	60.7	25.2	14.6	36.9	15.1
	Média*	38.5	5.6	26.6	48.4	34.0	58.1
	Alta*	6.0	0.7	1.6	19.9	11.0	18.5
	Outros	2.0	1.2	4.0	0.4	0.7	1.7
	Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2001	Primários	15.9	22.1	46.1	11.2	15.9	7.0
	Baixa*	36.2	65.8	26.0	15.3	32.5	17.8
	Média*	34.3	8.4	23.4	50.3	37.6	51.2
	Alta*	11.3	0.6	2.7	22.8	12.6	22.1
	Outros	2.1	3.1	1.8	0.4	1.3	1.9
	Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

* Produtos manufaturados, conforme teor de densidade tecnológica.

O critério utilizado para a definição das regiões do globo e para a classificação de produtos por densidade tecnológica foi o mesmo exposto nos gráficos 19, 20 e 21

Fonte: OCDE – Structural economic analysis. Elaboração própria.

Um ponto em comum entre Brasil, Chile e Colômbia é a predominância de setores primários e manufaturados de baixa intensidade tecnológica em sua pauta de exportações⁴⁸. A exportação de produtos de elevada densidade tecnológica não chega a alcançar 5% do total para cada um dos países. Outro ponto comum tem sido a participação crescente dos bens primários ao longo do período de análise. Diferentemente, as importações nos três países apresentam um padrão mais diversificado, com participação mais relevante de setores de maior grau de sofisticação

⁴⁸ Além da concentração por densidade tecnológica, as exportações dos países são concentradas também por tipos de produto. De acordo com a base de dados de comércio das Nações Unidas (Comtrade), 49% das exportações chilenas em 2015 correspondem a cobre e derivados, 8,5% a frutas e 6% a peixes e derivados. No caso da Colômbia, 53% correspondem a combustíveis minerais, 7% a café e derivados e 6,1% a flores e frutas. No caso do Brasil, há maior grau de diversificação que os dois primeiros países, embora ainda com predominância de produtos derivados de bens primários. Em 2015, 14,6% correspondem a soja e derivados, 12,9% a minério de ferro e produtos da indústria metalúrgica, 8,7% a combustíveis minerais, e 4,1% a açúcar e derivados.

tecnológica. Os setores de média e alta densidade tecnológica possuem representatividade superior a 60% nos três países.

Tabela 16: Evolução do comércio de Brasil, Chile e Colômbia por principais parceiros

		Exportações			Importações		
		Brasil	Chile	Colômbia	Brasil	Chile	Colômbia
2015	EUA	12.7	13.0	28.2	15.6	18.7	28.8
	EU-28	17.8	13.2	16.9	21.4	15.3	15.3
	China	18.6	26.3	6.3	17.9	23.5	18.6
	Japão	2.5	8.6	1.5	2.8	3.3	2.3
	Am. Latina*	17.6	15.7	29.1	13.7	20.2	12.1
	Ásia*	11.9	14.0	4.0	11.8	8.4	8.1
	Outros	18.9	9.1	14.0	16.8	10.5	14.8
	Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2007	EUA	15.8	12.7	35.4	15.7	16.5	26.2
	EU-28	25.3	23.9	15.2	22.2	13.2	12.4
	China	6.7	15.3	2.6	10.5	12.8	10.1
	Japão	2.7	11.0	1.3	3.8	4.2	3.7
	Am. Latina*	21.9	14.4	34.0	16.0	27.4	22.3
	Ásia*	6.2	13.7	1.3	11.1	10.6	7.4
	Outros	21.5	9.0	10.2	20.8	15.4	17.8
	Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2001	EUA	24.7	18.6	43.4	23.5	18.4	34.7
	EU-28	26.7	25.3	14.2	27.8	19.2	16.2
	China	3.3	5.7	0.2	2.4	6.3	3.7
	Japão	3.4	12.3	1.3	5.5	3.4	4.4
	Am. Latina*	19.0	19.0	32.8	17.1	34.3	20.8
	Ásia*	4.9	7.1	0.9	8.0	7.3	6.0
	Outros	18.0	12.0	7.0	15.7	11.0	14.3
	Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

A América Latina não contempla o México, que faz parte do NATFA. A Ásia não contempla Japão e China, expostos em coluna específica, assim como os países da Ásia central que compunham a antiga União Soviética. Para a segregação dos países por região, vide anexo I, ao final do capítulo.

Fonte: OCDE – Structural economic analysis. Elaboração própria.

Em relação aos principais parceiros comerciais, como evidenciado na Tabela 16, é perceptível que houve queda de participação relativa dos EUA e da Europa e um crescimento dos países asiáticos⁴⁹ e da China desde 2000. O fluxo comercial regional

⁴⁹ Exceto China, Japão e países do antigo bloco soviético.

com os países da América Latina e com o Japão manteve participação relativamente estável nos três anos. Cabe neste sentido, em relação ao perfil do intercâmbio com a China, o destaque de que, de forma mais acentuada que as demais regiões nota-se uma relação especializada das exportações em produtos primários e assimétrica em relação às importações, que tendem a ser concentradas em produtos manufaturados. A tabela 17 ilustra estas informações.

Tabela 17: Brasil, Chile e Colômbia: Comércio bilateral com a China, por grau de sofisticação de bens. Em percentual do total.

		Exportações			Importações		
		Brasil	Chile	Colômbia	Brasil	Chile	Colômbia
2015	Primários	76,3	38,8	80,6	0,6	0,2	0,5
	Baixa*	14,6	58,8	2,4	19,1	51,3	18,1
	Média*	8,1	1,1	10,5	55,3	26,3	45,2
	Alta*	0,8	0,0	0,0	25,0	22,0	34,1
	Outros	0,2	1,3	6,5	0,2	0,2	2,1
	Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2007	Primários	70,9	34,9	0,3	0,6	0,2	0,6
	Baixa*	16,7	60,5	3,9	15,3	55,7	19,1
	Média*	11,2	1,1	65,9	44,5	20,6	48,6
	Alta*	1,0	0,0	0,1	39,4	23,1	29,4
	Outros	0,2	3,5	29,8	0,1	0,4	2,4
	Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2001	Primários	57,3	29,3	20,3	4,3	0,9	2,8
	Baixa*	18,6	65,8	19,6	20,0	67,9	29,3
	Média*	18,0	4,3	14,7	47,6	14,7	44,1
	Alta*	5,9	0,0	-	27,8	16,4	23,2
	Outros	0,2	0,5	45,4	0,2	0,1	0,6
	Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* Produtos manufaturados, conforme teor de densidade tecnológica.

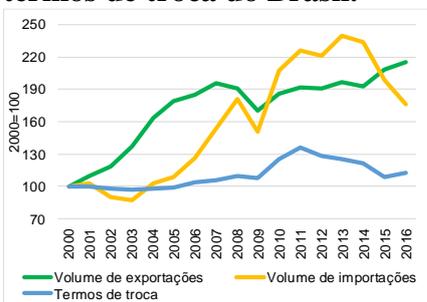
A segregação dos bens exportados por grau de sofisticação de setores, é adotada a classificação feita pela base de dados STAN (Structural economic analysis) da OCDE, a partir de dados fornecidos pelos países, pela classificação padronizada ISIC Ver. 4 (quarta revisão da *International Standard Industry Classification*). Sobre a classificação do setor manufatureiro conforme intensidade tecnológica, vide nota técnica OCDE (2011).

Fonte: OCDE – Structural economic analysis. Elaboração própria.

A dinâmica positiva do comércio global na década de 2000 favoreceu o desempenho comercial de Brasil, Chile e Colômbia. Como evidenciado nos gráficos 26 a 31, houve nos três países uma variação positiva nos fluxos de comércio até 2008, embora em magnitudes variáveis. A partir da crise de 2008, houve uma mudança, tendo em comum uma piora dos saldos comerciais, decorrente do crescimento do volume de

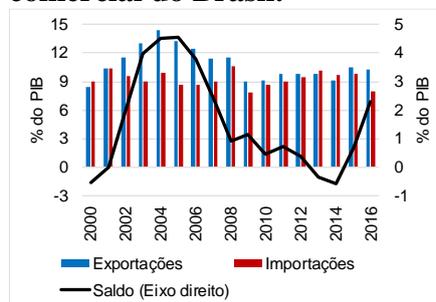
importações superior ao das exportações e da interrupção da trajetória de alta dos termos de troca.

Gráfico 26: Volume de comércio e termos de troca do Brasil.



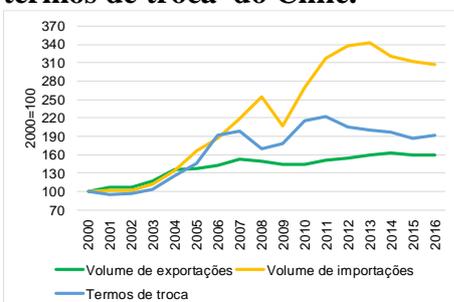
Fonte: Unctad. Elaboração própria

Gráfico 27: Evolução do balanço comercial do Brasil.



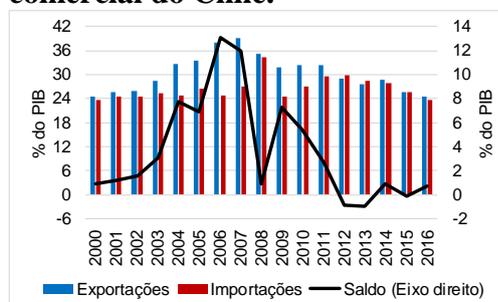
Fonte: Unctad. Elaboração própria

Gráfico 28: Volume de comércio e termos de troca do Chile.



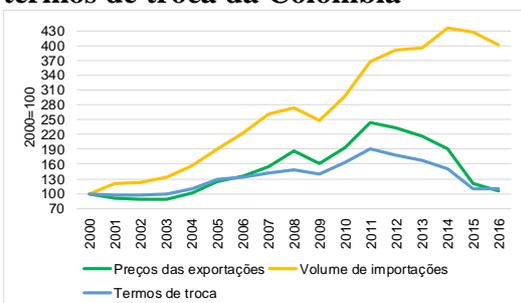
Fonte: Unctad. Elaboração própria

Gráfico 29: Evolução do balanço comercial do Chile.



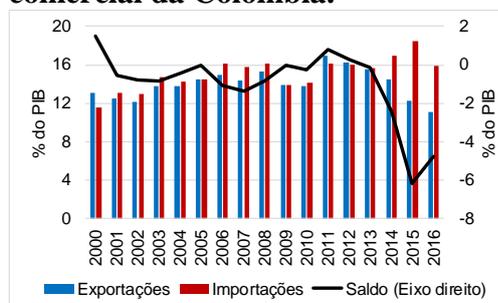
Fonte: Unctad. Elaboração própria

Gráfico 30: Volume de comércio e termos de troca da Colômbia.



Fonte: Unctad. Elaboração própria

Gráfico 31: Evolução do balanço comercial da Colômbia.



Fonte: Unctad. Elaboração própria

No Brasil, a variação do volume de exportações foi superior à das importações até 2006, acompanhado de alta dos termos de troca, de aproximadamente 80% em relação a 2000. O país saiu de uma posição deficitária comercial de -US\$ 3,5 bilhões em 2000 para um *superavit* de US\$ 42 bilhões em 2006. Após breve queda em 2009, os fluxos de importação seguiram subindo continuamente até 2013, em níveis superiores às exportações. A partir de 2011, os termos de troca passaram a apresentar evolução negativa. A combinação destes fatores contribuiu para a piora do desempenho comercial do país em relação ao pico de 2006, passando a registrar posição deficitária comercial

em 2014. Os *superavits* comerciais de 2015 e 2016 podem ser creditados à queda das importações, e moderada alta das exportações, num contexto de ligeira queda dos termos de troca e de queda da demanda doméstica.

No Chile, os volumes de exportação e de importação até 2004 evoluíram de forma semelhante. A alta dos termos de troca no período favoreceu a ampliação do saldo comercial de aproximadamente 1% do PIB em 2000 para 13% do PIB em 2004. A partir deste período, o volume das exportações evoluiu de forma moderadamente positiva até 2014, e as importações subiram de modo mais acelerado, com crescimento de 180% entre 2004 e 2014, a despeito de breve interrupção da trajetória em 2009, decorrente da crise de financeira global. Com isto, o país observou tendência de queda do saldo comercial, atingindo *deficit* de 0,9% do PIB em 2014 e situação relativamente equilibrada nos anos seguintes.

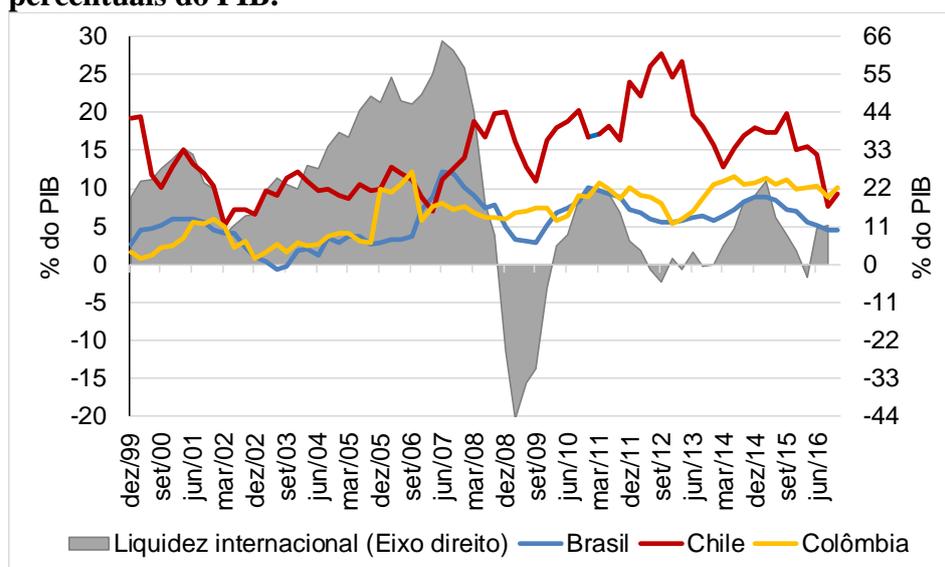
O desempenho comercial da Colômbia foi menos virtuoso que no Chile e no Brasil. O volume de exportações cresceu de forma quase continuada entre 2000 e 2011, com moderada interrupção da tendência durante a crise de 2008, porém a taxas inferiores à evolução das importações. Num cenário de alta dos termos de troca, o país logrou relativa estabilidade comercial até 2011. Com a queda dos termos de troca nos anos subsequentes, houve deterioração do saldo comercial até 2015, quando alcançou *deficit* de 6% do PIB.

No período recente, o desempenho comercial dos três países em análise tem ampliado sua volatilidade, perdendo dinamismo em relação às fases de crescimento até 2007 e de recuperação entre 2010 e 2014. A acentuação da especialização exportadora em produtos primários e com baixa intensidade tecnológica, favorecida pelo crescimento das relações comerciais com a China contribuiu para a ampliação da dependência de seus desempenhos comerciais em relação aos ciclos externos e à evolução dos preços das matérias-primas.

4.5.2. Liquidez global e fluxos de capitais

Os fluxos de capital para a América Latina têm apresentado variação significativa desde o início do século. Um ponto relevante que tem marcado sua direção e intensidade são o ambiente geral de expectativas do sistema financeiro internacional e o nível de liquidez global.

Gráfico 32: Liquidez externa e ingressos de capital no Brasil, Chile e Colômbia, em percentuais do PIB.



Nota: A liquidez internacional é estimada como a soma dos fluxos brutos de saída portfólio e outros fluxos financeiros por parte dos países do G-10 (exceto Bélgica), acrescidos de Suíça e Espanha. Os ingressos de capital em Brasil Chile e Colômbia se referem às entradas brutas de portfólio e outros investimentos.

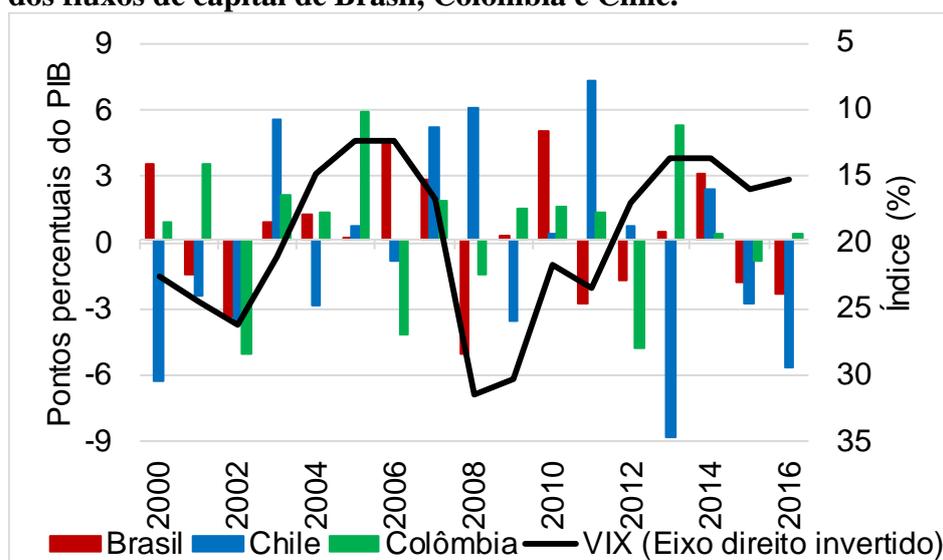
Fonte: FMI (BOPS). Banco Mundial (GEM). Elaboração própria.

O gráfico 32 evidencia uma *proxy* da variação dos fluxos globais de liquidez internacional, definido pelos fluxos de ativos de portfólio e outros investimentos brutos externos, obtidos a partir dos balanços de pagamento de uma amostra de países avançados⁵⁰ *vis-à-vis* os ingressos financeiros brutos de Brasil, Chile e Colômbia.

O gráfico 33 evidencia uma *proxy* do ambiente geral de expectativas do sistema financeiro internacional, comumente definida a partir da volatilidade do mercado futuro do indicador SP-500, que congrega as quinhentas ações mais negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE – New York Stock Exchange); *vis-à-vis* a variação dos ingressos de capital no Brasil, na Colômbia e no Chile no período entre dezembro de 1999 e o final de 2016 alocados em ativos de portfólio e de crédito (outros investimentos). Evidencia-se que, com exceção do Chile, há uma tendência de crescimento dos fluxos de capital nos cenários de menor aversão a riscos.

⁵⁰ Para a construção do referido indicador foram utilizados dados dos países G-10 (EUA, Reino Unido, Japão, Canadá, Alemanha, França, Itália, Holanda e Suécia), adicionados de Espanha e Suíça. Por uma questão de falta de disponibilidade de dados para o período completo, não foram incluídas informações da Bélgica, que também faz parte do G-10.

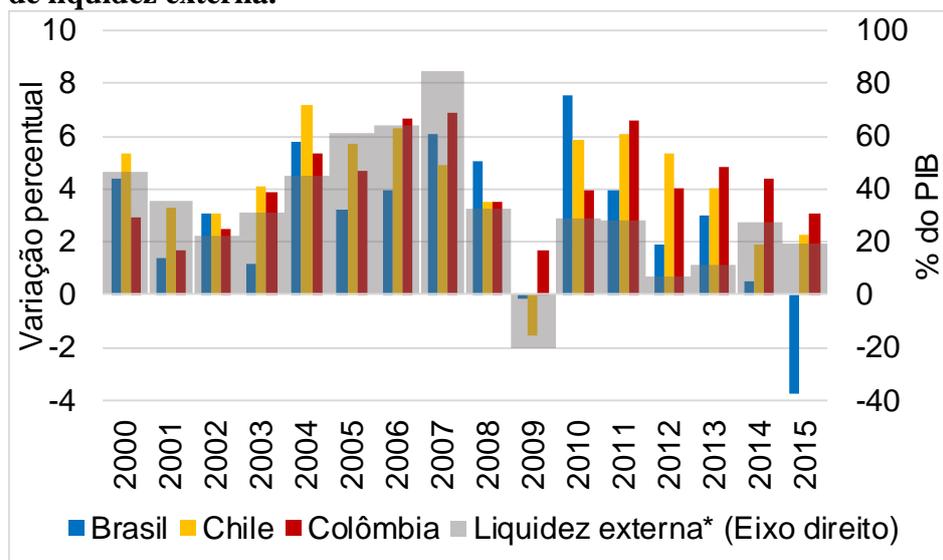
Gráfico 33: Aversão a riscos do sistema financeiro dos EUA (VIX) versus variação dos fluxos de capital de Brasil, Colômbia e Chile.



Fontes: FMI (BOPS; Banco Mundial (GEM); Fed St. Louis (FRED). Elaboração própria

As variações cíclicas da liquidez externa são fatores que influenciam a capacidade de crescimento dos países. Este elemento é influenciado em grande parte pela dependência dos países na exportação de matérias-primas como fonte de obtenção de divisas e pela variação de sua capacidade de financiamento ao longo dos ciclos externos. Como comentado por Amado e Resende (2007), os ciclos das economias em desenvolvimento possuem natureza reflexa em relação aos países avançados. O gráfico 34 evidencia o crescimento do PIB de Brasil, Chile e Colômbia desde o início deste século, comparando com a variação dos ciclos de liquidez global.

Gráfico 34: Variação do PIB anual de Brasil, Chile e Colômbia e variação do nível de liquidez externa.



Fontes: FMI (BOPS, WEO). Elaboração própria.

O cenário econômico para os PEDs, e em particular para Brasil, Chile e Colômbia, pode ser demarcado em dois períodos de descenso, entre 2000 e meados de 2003, e entre 2008 e 2009. Podem ser identificados também dois períodos de expansão, entre meados de 2003 e 2007, e entre 2010 e 2013.

O início da década de 2000 até meados de 2003 em parte pode ser considerado uma extensão do cenário de instabilidade nos PEDs no final da década de 1990 e início do século 2000, tendo como exemplos marcantes a crise dos países do Sudeste Asiático em 1997, a crise na Rússia em 1998, no Brasil em 1999 e na Argentina em 2001. Este período também foi marcado pelo cenário de recessão dos EUA pós-bolha das empresas “ponto-com” e pelos atentados terroristas às torres gêmeas de Nova Iorque.

A partir de meados de 2003 até 2007, pode ser observada melhora de cenário, com o aumento da liquidez financeira internacional, favorecida pelo nível baixo das taxas de juros nos EUA, e pela evolução de um padrão de crescimento global ancorado pelos *deficits* de conta-corrente americanos, que favoreceram o aumento da alavancagem dos setores domésticos daquele país e o aprofundamento de um padrão de crescimento *export-led* por parte de países superavitários em conta-corrente, como observado no continente asiático (Palley, 2014). Estes eventos contribuíram para uma perspectiva de bonança de fluxos de capital e de comércio globais, favorecendo a melhora no acesso dos PEDs aos mercados financeiros externos. Os países exportadores de matérias-primas, como os principais países da América do Sul, foram beneficiados pelo aumento da demanda por *commodities*, com efeitos ascendentes sobre seus preços e sobre os termos de troca destas economias.

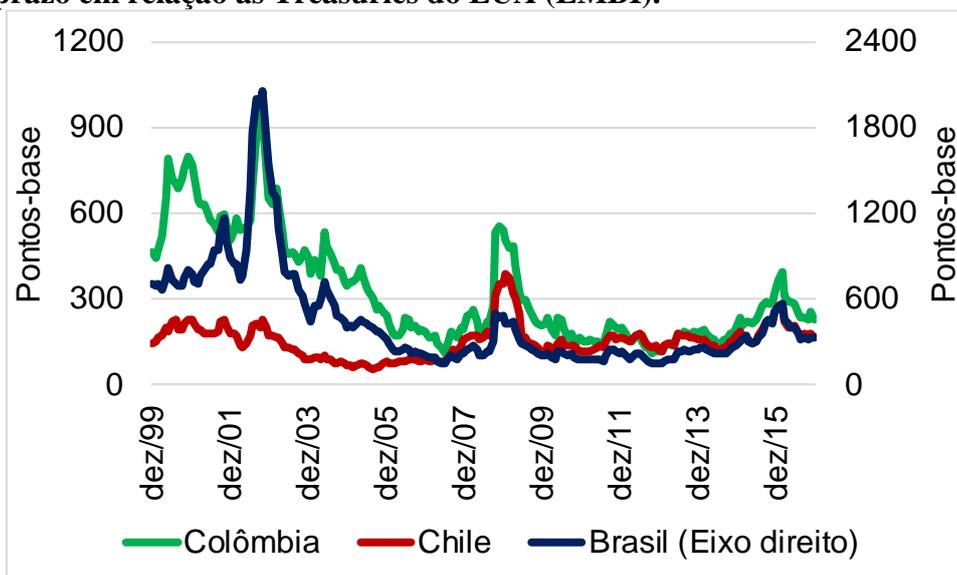
O período entre 2008 e 2009 foi marcado pelas consequências da crise financeira do mercado de hipotecas *subprime* dos EUA, que teve elevado poder de contágio sobre as diferentes modalidades dos mercados financeiros e países. A quebra do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008 espalhou pânico pelo sistema financeiro internacional, afetando os fluxos financeiros e de comércio globais. Seus efeitos foram drásticos sobre a economia global, com a queda do nível de produto e de emprego de economias avançadas e em desenvolvimento.

Entre 2010 até meados de 2013, há um processo de recuperação da economia nos principais PEDs após a crise financeira internacional. A política monetária fortemente acomodatória empreendida pelos principais bancos centrais contribuiu para a

elevação dos níveis de liquidez do sistema financeiro, num contexto de baixa disposição a operações alavancadas nestes países. Há evidências de que parte da nova liquidez tenha sido direcionada para PEDs, em fase mais promissora de recuperação e com possibilidades mais elevadas de retorno, como evidenciado no gráfico 25, da seção anterior. A continuidade de baixas taxas de crescimento e vulnerabilidades nos mercados de dívida soberana e bancário das principais economias avançadas, principalmente na Europa, contribuiu para que uma oscilação frequente das condições de propensão a riscos por parte dos investidores internacionais.

A fase correspondente aos últimos três anos (2014-2017) tem se caracterizado pela perda de vigor dos fluxos globais de capital em relação ao período 2010-13, diante de indefinições relacionadas à continuidade das baixas taxas de crescimento nos países avançados, à desaceleração do crescimento da economia chinesa e do ainda incerto ritmo de desarticulação das políticas monetárias expansivas por parte dos principais bancos centrais dos países avançados, principalmente do Federal Reserve.

Gráfico 35: Spread de juros de Brasil, Chile e Colômbia de títulos de dívida de longo prazo em relação às Treasuries do EUA (EMBI).



Fonte: Banco Mundial (GEM)

Ao longo dos dezessete anos que compõem o cenário deste início de século, pode ser percebido que de fato houve melhora do ambiente de riscos nos PEDs, incluindo os países sul-americanos, como ilustrado no gráfico 35 para Brasil, Chile e Colômbia. Esta mudança ocorreu principalmente durante o período 2003-07. Os efeitos da crise financeira de 2008 sobre os países foram de curta duração, com o restabelecimento dos níveis de percepção de riscos mesmo num cenário de

vulnerabilidade externa. A deterioração das condições comerciais e financeiras nos entre meados de 2014 e de 2017, diante do quadro de incerteza crescente em relação ao futuro, cria elementos de vulnerabilidade, diante de eventual deterioração das condições econômicas e financeiras. Contudo, os indicadores ainda são superiores aos prevalentes na década de 1990.

A despeito dos efeitos positivos que o cenário recente proporcionou ao nível geral de riscos dos PEDs, é perceptível que ainda prevalece uma característica procíclica de indicadores-chave das economias em relação aos ciclos de liquidez externos e dos termos de troca.

Os gráficos 36 e 37 evidenciam a evolução das taxas de câmbio efetivas nominal e real⁵¹ para os três países no período recente, *vis-à-vis* os fluxos de liquidez global. Existe uma tendência a apreciação das moedas domésticas durante os ciclos ascendentes, embora menos intensa no Chile.

Gráfico 36: Taxas de câmbio nominal efetivas de Brasil (NEER), Chile e Colômbia.

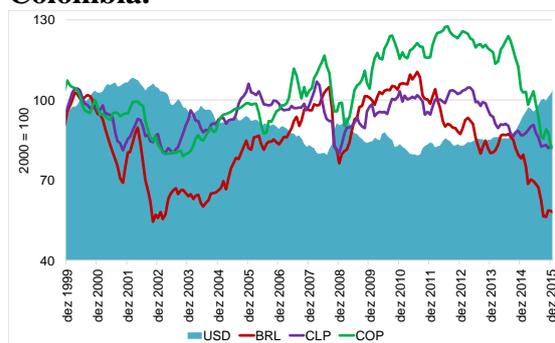
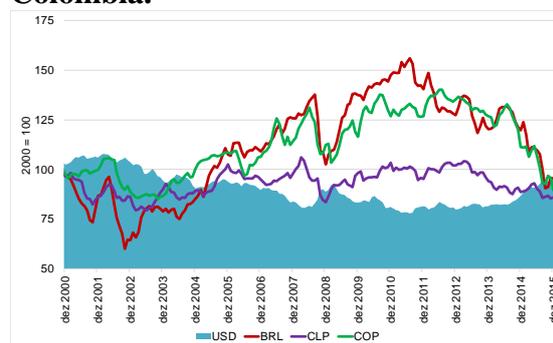


Gráfico 37: Taxas de câmbio real efetivas de Brasil (REER), Chile e Colômbia.



Nota: USD: dólar dos EUA; BRL: real; CLP: peso chileno; COP: peso colombiano.

Fonte: BIS. Elaboração própria

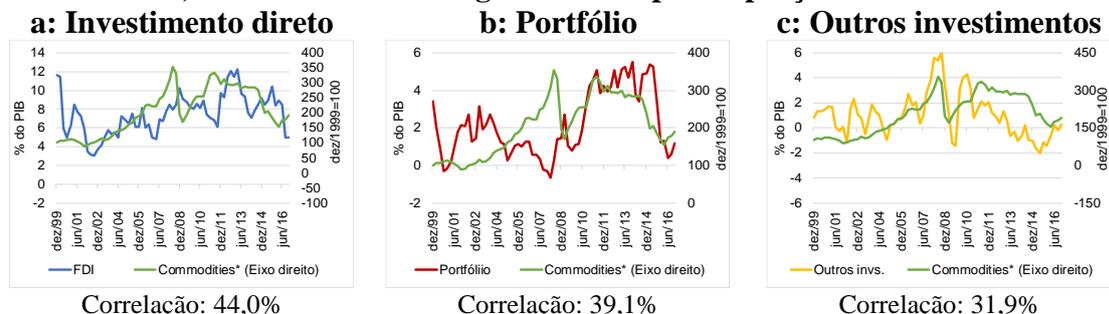
Adicionalmente, os gráficos 38 e 39 ilustram o comportamento dos ingressos de capital no Brasil e da Colômbia no período em análise *vis-à-vis* uma estimativa dos preços de *commodities*⁵². No caso do Chile, o gráfico 40 evidencia a relação entre os

⁵¹ As taxas cambiais efetivas correspondem à média geométrica das taxas de câmbio bilaterais do país em relação a uma cesta de moedas, ponderada pela representatividade comercial das contrapartes. A taxa efetiva real é deflacionada pelo diferencial de inflação (índice de preços aos consumidores) dos países. Uma alta do índice indica apreciação cambial.

⁵² É utilizada como referência de dados para as *commodities* a base de dados do *Commodities Market Outlook*, do Banco Mundial. Esta base segrega as principais *commodities* negociadas no mercado internacional, criando um índice composto para os itens de energia, agrícolas, fertilizantes, metais e metais preciosos. Como simplificação para o cálculo de um indicador geral nos gráficos 38 e 39 é utilizada a média simples dos componentes de energia, agrícolas e metais.

ingressos de capital e os preços do cobre, haja vista a forte concentração em sua pauta de exportações em relação a outras categorias de produtos. Nos três países, é possível notar correlações positivas.

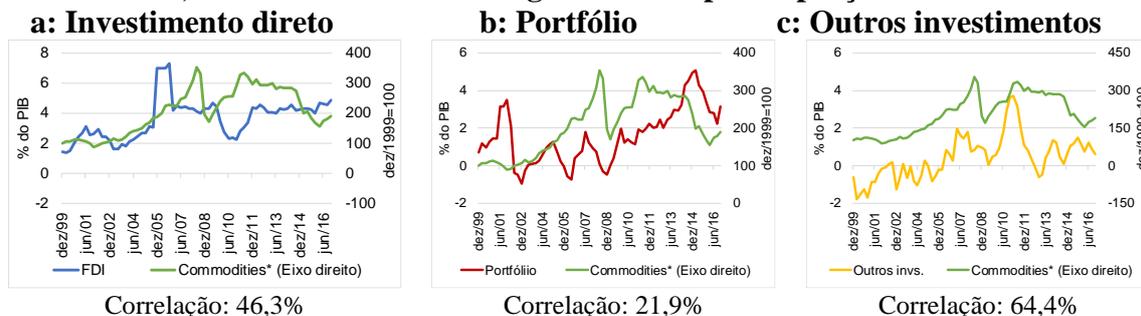
Gráficos 38a, 38b e 38c: Brasil: Ingressos de capital e preços do commodities*.



*O preço das commodities é estimado a partir da média aritmética dos componentes de energia, agrícolas e metais, fornecidos pelo pela base estatística *commodities market outlook*, do Banco Mundial.

Fontes: FMI (BOPS); Banco Mundial (CMO). Elaboração própria

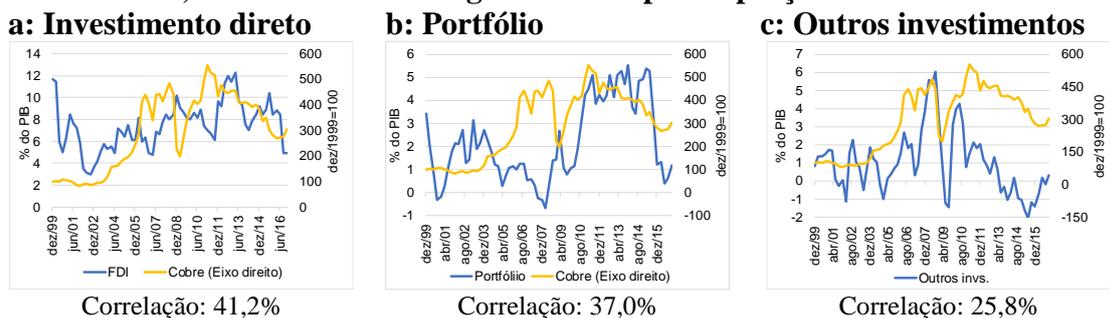
Gráficos 39a, 39b e 39c: Colômbia: Ingressos de capital e preços do commodities*.



*O preço das commodities é estimado a partir da média aritmética dos componentes de energia, agrícolas e metais, fornecidos pelo pela base estatística *commodities market outlook*, do Banco Mundial

Fontes: FMI (BOPS); Banco Mundial (CMO). Elaboração própria

Gráficos 40a, 40b e 40c: Chile: Ingressos de capital e preços do cobre.



Fontes: FMI (BOPS); Banco Mundial (CMO). Elaboração própria

De modo estilizado, na sequência é feita uma breve avaliação sobre as oscilações dos balanços de pagamentos de Brasil, Chile e Colômbia. Embora estes três países tenham observado no período trajetórias distintas em relação à oscilação dos fluxos de capitais e às condições de equilíbrio de balanço de pagamentos, circunstâncias comuns

podem ser úteis para a compreensão de como o ambiente externo, em geral, influencia estas economias.

4.5.2.1. Brasil

Os gráficos 41 e 42 ilustram o desempenho do balanço de pagamentos do Brasil no período recente e a composição de sua conta financeira, segregada por componentes de entrada e de saída de capitais.

Gráfico 41: Balanço de pagamentos do Brasil, por componentes da conta financeira.

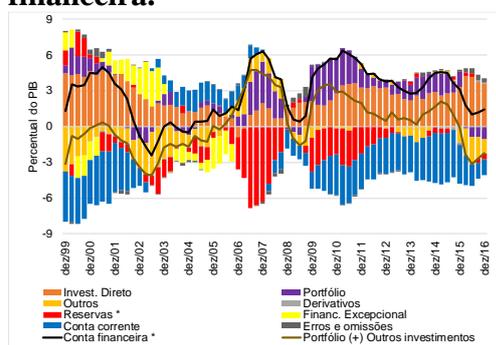
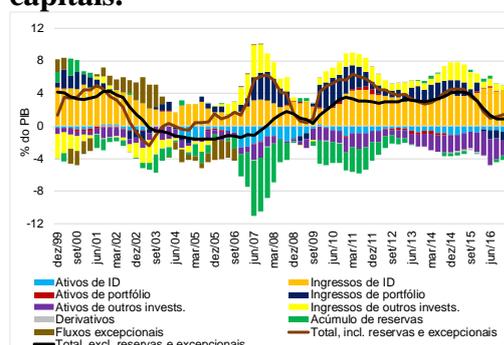


Gráfico 42: Conta financeira do Brasil, por componente de entrada e saída de capitais.



Nota: Os dados da conta financeira correspondem à soma dos componentes líquidos de investimentos diretos, de portfólio, derivativos e outros investimentos (compostos majoritariamente por operações de crédito comercial e de empréstimo externo aos setores residentes). Os dados da conta financeira e das reservas internacionais não contemplam linhas de crédito e suporte do FMI e outras formas de financiamento excepcional, apresentadas em alínea específica.

Fontes: FMI (BOPS). Banco Mundial (GEM). Elaboração própria.

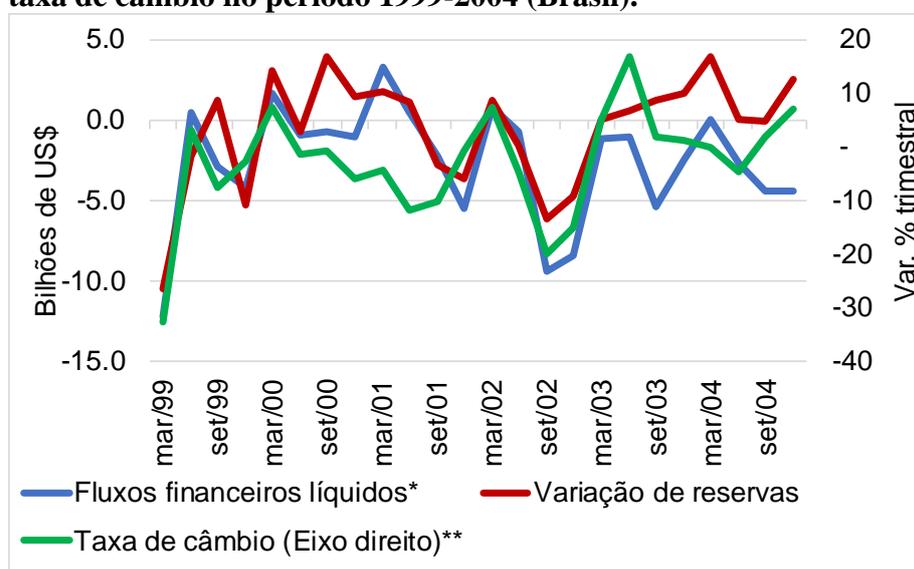
O balanço de pagamentos do Brasil tem apresentado oscilação mais acentuada em relação a Chile e Colômbia. O início da década, de 2000 até meados de 2003, foi marcado por desequilíbrios externos.

Este cenário pode em parte se explicado por desdobramentos da crise cambial no país em 1999, por efeitos de contágio relacionados à crise argentina entre o final de 2000 e início de 2001, e por instabilidades domésticas, como a crise energética em 2001 e ao processo eleitoral de 2002. Os finais de 2001 e de 2002 se caracterizaram pela combinação de posições deficitárias em conta-corrente e fluxos líquidos financeiros (exceto reservas e empréstimos de regularização) negativos. Esta situação contribuiu para a necessidade de suporte financeiro por parte do FMI e outros organismos internacionais, que resultaram no ingresso de aproximadamente US\$ 50 bilhões entre o

final de 1998 e de 2003⁵³. Houve intensa volatilidade cambial no período, após a desvalorização do real em aproximadamente 70% em janeiro de 1999⁵⁴ e adoção do regime do câmbio flexível combinado com regime de metas de inflação no mesmo ano.

Como evidenciado no gráfico 43, houve queda acentuada nos fluxos de capital líquidos (portfólio e outros investimentos) e das reservas internacionais nos períodos de maior incerteza. Mesmo os influxos de investimento direto, tradicionalmente mais estáveis, apresentaram redução entre o final de 1998 e o final de 2003, passando de uma média de 4,7% para 2,2%, de acordo com dados do FMI.

Gráfico 43: Evolução dos fluxos financeiros líquidos*, reservas internacionais e taxa de câmbio no período 1999-2004 (Brasil).



* Correspondente ao somatório líquido dos fluxos de portfólio e da rubrica outros investimentos no balanço de pagamentos. Não estão incluídos os investimentos diretos

** Oscilação da taxa média de câmbio em relação à média do trimestre anterior. Variação para cima indica apreciação da taxa de câmbio.

Fonte: FMI. BIS. Elaboração própria.

De 2003 até meados de 2008, houve melhora das condições econômicas domésticas e de liquidez externa. Entre 2004 e 2008, o país apresentou crescimento médio do PIB de 4,8% ante média de 1,8% no período 1998-2003. O país passou a apresentar posições de conta-corrente positivas, favorecidas pela melhora dos termos de troca e avanço das exportações superior às importações (gráficos 26 e 27). Os ingressos líquidos de capital subiram de cerca de -0,6% do PIB em setembro de 2003 para 6,3%

⁵³ A explicitação dos valores ingressos no Brasil como parte de programas de assistência financeira por parte do FMI, Banco Mundial e outros organismos multilaterais pode ser visualizada nas notas mensais do setor externo do Banco Central do Brasil (várias edições)

⁵⁴ De acordo com dados diários do BIS, a cotação real/dólar passou de 1,21 no final de dezembro de 1998 para 2,07 no final de janeiro de 1999.

do PIB no final de 2007⁵⁵, contribuindo para a capacidade do país em honrar de modo antecipado o auxílio financeiro por parte do FMI e acumular reservas internacionais, cujos montantes passaram de cerca de 7,2% do PIB no final de 2002 (US\$ 37 bilhões) para 11,4% do PIB (US\$ 180 bilhões) no final de 2007. O real apresentou apreciação. Sua cotação em relação ao dólar se modificou de um patamar de 3,62 em dezembro 2002, para 1,79 em dezembro de 2007.⁵⁶

Com o acirramento da instabilidade do sistema financeiro internacional em meados de 2008, houve um processo de desaceleração dos ingressos de capital no final do ano, seguido de queda forte em 2009. O saldo de conta-corrente, que já apresentava deterioração no final de 2007, situando-se próximo do equilíbrio num cenário de crescimento da demanda doméstica, se tornou negativo em 2008 e 2009 (-1,6% e -2% do PIB respectivamente). As entradas de investimentos diretos se mantiveram em níveis próximos ao período anterior (média de 2,4% do PIB), como evidenciado no gráfico 42. Houve retração principalmente dos fluxos de portfólio e interrupção dos fluxos de crédito externo, que atingiram uma média de -0,5% do PIB entre o último trimestre de 2008 e o terceiro trimestre de 2009. O Banco Central atuou no período por meio de uma combinação de expedientes, permitindo que a taxa de câmbio se depreciasse, buscando sinalizar a manutenção do câmbio flutuante e evitar uma dilapidação acentuada das reservas. De acordo com Mesquita e Torós (2010), ao todo foram vendidos US\$ 14,5 bilhões no mercado pronto de câmbio, e US\$ 11,8 bilhões com compromisso de recompra. Adicionalmente, foram efetuados empréstimos de reservas no montante de US\$ 12,6 bilhões aos setores residentes, com vistas a suprir liquidez em moeda estrangeira, e ofertados US\$ 50 bilhões em *swaps* cambiais, para evitar a volatilidade do mercado de derivativos cambial.

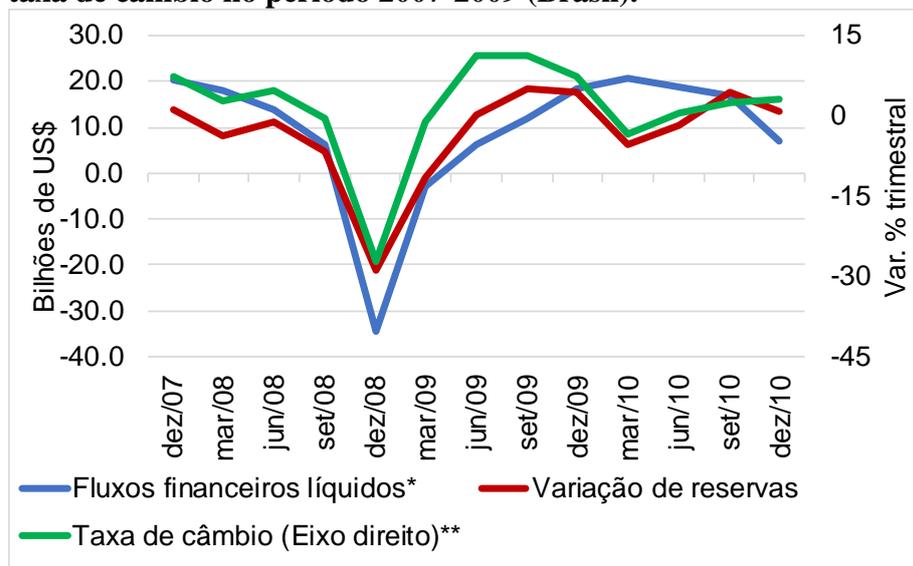
Um ponto interessante deste período é que, diferentemente da situação de incerteza no início da década, que combinou elevada volatilidade da taxa de câmbio,

⁵⁵ Os ingressos brutos de capital no mesmo período, considerando somente a variação dos passivos da conta financeira evoluíram de uma contração de 0,3% do PIB em setembro de 2003 para 8,9% do PIB no final de 2007. Houve também uma elevação dos ativos brasileiros no exterior, de 0,9% do PIB no final de 2003 para 2,5% do PIB no final de 2007.

⁵⁶ Neste sentido, é conveniente enfatizar que houve forte apreciação cambial entre o segundo semestre de 2002 e início de 2003. A cotação chegou ao patamar de 3,97 em outubro de 2002. Adicionalmente, a variação cambial no período, mensurada em termos da taxa efetiva em relação à cesta de moedas dos principais parceiros (NEER – *nominal effective Exchange rate*) apreciou 72% entre o final de 2002 e o final de 2007 de acordo com dados do BIS. A taxa real efetiva (REER – *real effective Exchange rate*) apreciou 95%.

queda do montante de reservas internacionais e dos fluxos líquidos de capital, houve a despeito do impacto inicial, relativa capacidade do país em absorver o choque externo, logrando rápida recuperação a partir do segundo semestre de 2009, como evidenciado no gráfico 44.

Gráfico 44: Evolução dos fluxos financeiros líquidos*, reservas internacionais e taxa de câmbio no período 2007-2009 (Brasil).



* Correspondente ao somatório líquido dos fluxos de portfólio e da rubrica outros investimentos no balanço de pagamentos. Variação em relação ao trimestre anterior

** Oscilação da taxa média de câmbio em relação à média do trimestre anterior. Variação para cima indica apreciação da taxa de câmbio.

Fonte: FMI. BIS. Elaboração própria.

Nos anos de 2010 e de 2011, é possível perceber rápida recuperação dos fluxos de capital, em meio a um retorno da liquidez financeira global e reativação da economia brasileira. Um efeito paralelo à recuperação dos fluxos de capital foi a retomada do processo de apreciação do real⁵⁷ (31% em relação ao dólar entre dezembro de 2008 e dezembro de 2011) e do acúmulo de reservas por parte do país (atingindo 13,4% do PIB em 2011, correspondente a US\$ 350 bilhões).

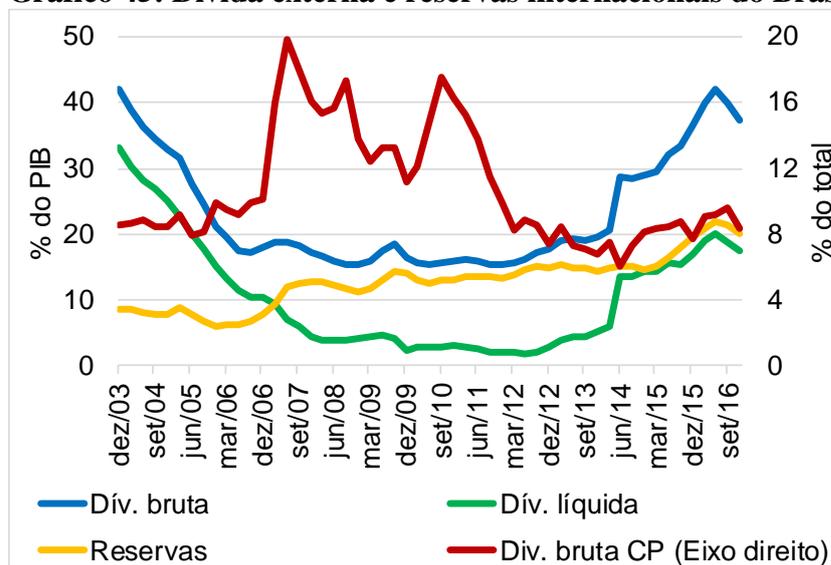
O ritmo da expansão dos fluxos de capitais motivou a adoção, por parte do governo brasileiro, de medidas restritivas ao ingresso de capitais estrangeiros, que se concentraram na majoração do imposto sobre transações financeiras em operações de

⁵⁷ Em dezembro de 2011, a cotação média do real em relação ao dólar era de 1,84, ante 2,40 em dezembro de 2008. A cotação chegou a atingir o nível mínimo de 1,54 em julho de 2011. Em termos da taxa nominal efetiva (NEER), a oscilação entre os dois períodos foi de 29%. A taxa real efetiva (REER) oscilou 37%, conforme dados do BIS.

portfólio (renda fixa e ações), e também sobre modalidades com prazo mais curto de empréstimos *intercompany* (categorizadas como investimento direto).⁵⁸

A partir do segundo semestre de 2013, num cenário marcado por receios crescentes de desarticulação das políticas monetárias lassas por parte do Federal Reserve e de desaceleração da China, houve redução dos fluxos financeiros líquidos. Somado a este fator, o alargamento do *deficit* em conta-corrente e instabilidades domésticas políticas e econômicas contribuíram para uma perda de dinamismo dos ingressos líquidos de portfólio e de crédito. Um ponto de destaque foi a depreciação acelerada da taxa de câmbio no Brasil no ano de 2015. Contudo, diferentemente de períodos anteriores, não houve perda significativa do volume de reservas internacionais.

Gráfico 45: Dívida externa e reservas internacionais do Brasil.



Nota: CP: curto prazo

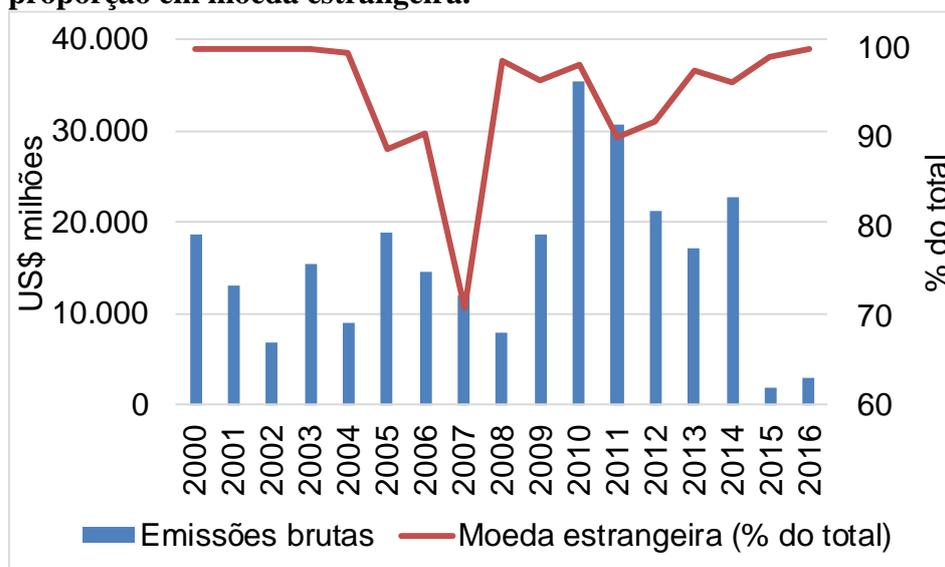
Fontes: Banco Mundial (SDDS; GEM), FMI (IFS). Elaboração própria

Como evidenciado nos episódios de recentes de acirramento das condições de instabilidade, entre 2008-09 e no auge do declínio da economia doméstica brasileira em 2015, é possível notar uma maior capacidade de absorção choques externos. É de se ressaltar que o país logrou o acúmulo de reservas internacionais e uma melhora do perfil de sua dívida externa, por meio da redução dos passivos totais em relação ao PIB (embora tenha havido aumento desde 2014, em parte influenciado pelo efeito da taxa de câmbio sobre o PIB em dólares) e da proporção de valores vencidos no curto prazo. Estes dados são expostos nos gráficos 45.

⁵⁸ Uma descrição detalhada sobre as medidas adotadas de controle de capitais no Brasil entre 2009 e 2017 pode ser vista em Prates e de Paula (2017).

A capacidade de emissão de instrumentos de dívida na própria moeda no exterior é um fator que continua limitado por parte dos setores residentes no Brasil. Embora tenha havido sinalização de melhora gradual desta característica entre 2005 e 2007, esta tendência foi revertida com a crise financeira internacional, retornando a uma situação próxima à tradicionalmente vigente, com emissões brutas em moeda estrangeira correspondente a proporções superiores a 90% do total, como demonstra o gráfico 46.

Gráfico 46: Emissões brutas de título de dívida do Brasil. Montantes total anual e proporção em moeda estrangeira.



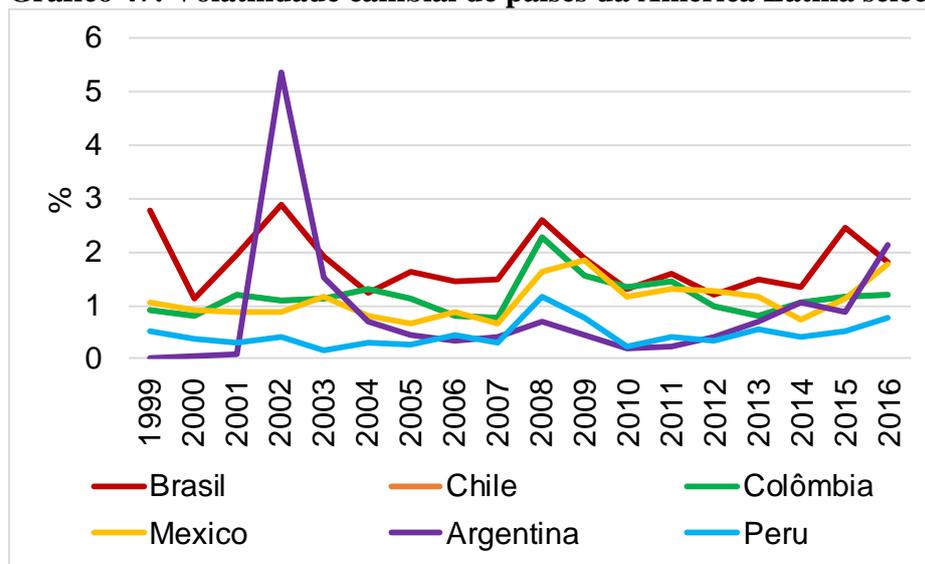
Emissões brutas de títulos de dívida por todos os setores residentes.

Fonte: BIS. Elaboração própria.

Diante do cenário prospectivo ainda incerto em relação ao futuro, permanecem fatores que podem contribuir para a deterioração da condição externa brasileira. A estes elementos, pode ser somado o ambiente político e econômico conturbado pelo qual o país atravessa desde 2015, cujos desdobramentos ainda podem ser fontes adicionais de instabilidade. Um aspecto que tem persistido ao longo dos diversos períodos de instabilidade no país tem sido o comportamento procíclico e com volatilidade acima da média de outros países latino-americanos da taxa de câmbio (gráfico 47), o que potencialmente tem efeitos adversos sobre o balanço de agentes com posições descasadas em moeda estrangeira⁵⁹ e sobre a competitividade de exportação de produtos manufaturados, principalmente em setores com maior sensibilidade a preços.

⁵⁹ Podem ser citados neste sentido, exemplos de companhias brasileiras que registram elevados volumes de perdas com operações em moeda estrangeira em outubro de 2008, diante da depreciação inesperada da

Gráfico 47: Volatilidade cambial de países da América Latina selecionados.



Calculado a partir da média anual da volatilidade para o período de 30 dias, com base nos dados diários das taxas de câmbio.

Fonte: BIS. Elaboração própria

4.5.2.2. Colômbia

Na Colômbia, é possível notar relativa reatividade dos fluxos de capital ao ambiente externo de liquidez, porém de modo diferenciado do Brasil. Os gráficos 48 e 49 evidenciam o desempenho do balanço de pagamentos no período recente e a composição de sua conta financeira, segregada por componentes de entrada e de saída de capitais.

O cenário econômico do início da década de 2000 foi de recuperação econômica após crise bancária e de balanço de pagamentos entre 1998 e 1999⁶⁰, que resultou numa queda acentuada do nível de atividade após um período de elevado crescimento e

moeda nacional no mesmo período. De acordo com Exame (2011), houve perdas de cerca de R\$ 2,5 bilhões por parte da Sadia, R\$ 2,1 bilhões pela Aracruz Celulose e de R\$ 2,2 bilhões pelo grupo Votorantim.

⁶⁰ O cenário econômico na Colômbia havia sido de relativa estabilidade econômica na década de 1990, em contraste com outros países da América Latina. A segunda metade da década de 1990 foi marcada por uma trajetória expansiva da economia, em que contribuiu o aumento dos gastos públicos e do endividamento privado, combinado por uma dinâmica positiva de ingressos de capital externo e apreciação da taxa de câmbio (Villar e Rincón, 2000). A combinação do acirramento da instabilidade externa após a crise asiática com a conformação de vulnerabilidades decorrentes do período de expansão contribuiu para um processo de fuga de capitais externos e elevação das taxas de juros a partir de 1998, até o abandono do câmbio administrado e introdução do regime de câmbio flexível em setembro de 1999 combinado com um regime de metas de inflação. Ocampo (2013) comenta que o país passou por um processo de reformas em dois sentidos diferentes no início da década de 1990. De um lado, houve um processo reformas liberais, com a abertura comercial e financeira, privatizações, estabelecimento de uma série de acordos de livre comércio e da concessão de autonomia ao banco central. De outro, houve a partir da constituição promulgada em 1991 um marcado compromisso com políticas de equidade, expandindo as responsabilidades sociais do Estado.

bonança externa. A taxa de crescimento média entre 2000 e 2002 foi de 2,4%, superior ao período 1998-99 (-3,6% em média), porém inferior à média do período 1990-97 (4,1%).

Gráfico 48: Balanço de pagamentos da Colômbia, por componente da conta financeira.

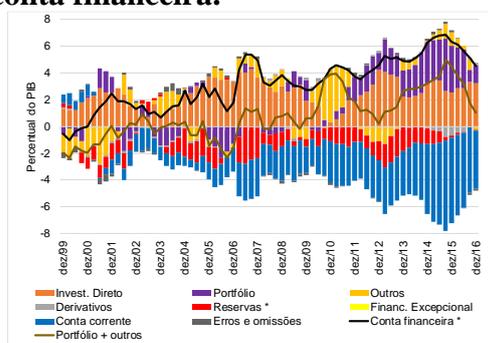
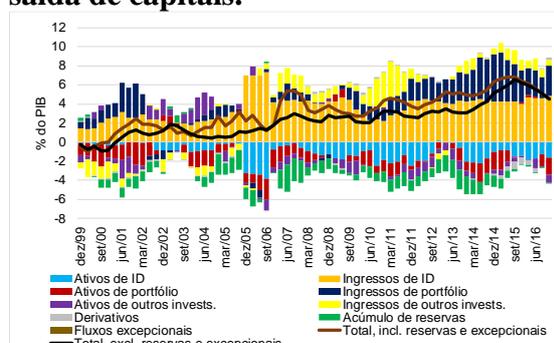


Gráfico 49: Conta financeira da Colômbia, por componente de entrada e saída de capitais.



Nota: A conta financeira corresponde à soma dos componentes líquidos de investimentos diretos, de portfólio, derivativos e outros investimentos (compostos majoritariamente por operações de crédito comercial e de empréstimo externo aos setores residentes). Os dados da conta financeira e das reservas internacionais não contemplam linhas de crédito e suporte do FMI e outras formas de financiamento excepcional, apresentadas em alínea específica.

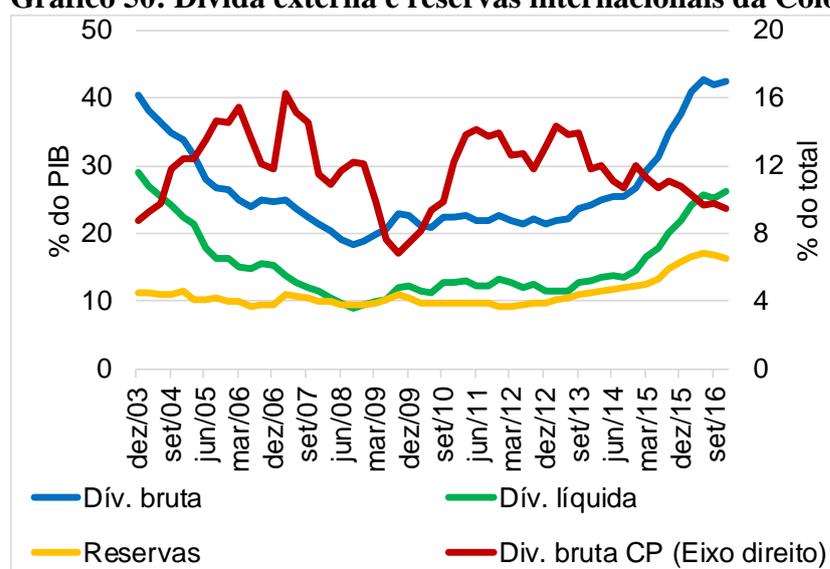
Fonte: FMI (BOPS). Banco Mundial (GEM). Elaboração própria.

Entre 2003 até 2007, iniciou-se uma dinâmica expansiva, liderada principalmente pelo consumo doméstico e por investimentos. Houve melhora nos termos de troca e dos fluxos de comércio (gráficos 28 e 29). O crescimento médio do PIB no período foi de 5,5%. Porém, a variação das importações em taxas superiores às exportações contribuiu para que o saldo de transações correntes permanecesse negativo no período (média de -1,5% do PIB). Os fluxos financeiros foram positivos, em montante superior ao *deficit* de conta-corrente, contribuindo para a acumulação de reservas em torno de 1% do PIB ao ano. Em comparação com o cenário da década de 1990, houve alteração do perfil dos ingressos líquidos de capital, com a redução de representatividade dos fluxos de portfólio e de crédito (saída média anual de 0,3% do PIB) e maior relevância dos fluxos de investimento direto (entradas líquidas médias de 2,8% do PIB)⁶¹. Como resultado do cenário de bonança externa, houve acumulação de reservas, redução do nível de endividamento externo e tendência de apreciação cambial, como evidenciado no gráfico 50.

⁶¹ No período houve um crescimento dos ingressos brutos de investimento direto estrangeiro na Colômbia e de investimentos colombianos no exterior, de modo que a evolução positivamente do indicador líquido se deve ao crescimento mais acentuado dos primeiros. Entre os períodos 2000-03 e 2004-2007 os ingressos brutos oscilaram de uma média de 2,3% para 4,5% respectivamente. Já os investimentos diretos no exterior evoluíram de 0,6% do PIB para 1,2% do PIB respectivamente.

Com os efeitos da crise financeira internacional entre 2008 e 2009, houve uma desaceleração das taxas de crescimento, de 6,9% em 2007 para 3,6% em 2008 e 1,7% em 2009. Diferentemente de outros países da região, os termos de troca apresentaram queda moderada diante da crise financeira internacional. Houve melhora do desempenho comercial no período, o que pode ser explicado pela redução das importações mais pronunciada que das exportações. O saldo de transações correntes permaneceu negativo, porém a taxas inferiores às do ano imediatamente anterior (média de 2,3% do PIB em 2008-9, ante pico de 2,9% em 2000). Os investimentos diretos mantiveram-se como principais fontes líquidas de financiamento externo, com ligeira redução em relação ao período anterior (média de 2,5% do PIB⁶²). O país não registrou fugas de capital significativas no período. Os ingressos líquidos de portfólio e de crédito foram positivos no período, na média de 0,7% do PIB.

Gráfico 50: Dívida externa e reservas internacionais da Colômbia.



Fontes: Banco Mundial (SDDS; GEM), FMI (IFS). Elaboração própria

A recuperação no ano de 2010 foi mais moderada que no Brasil e no Chile, com crescimento de 4% anual. Nos anos seguintes, o país alcançou taxas de crescimento mais estáveis, em torno de 5% entre 2011 e 2014, influenciadas positivamente pelo consumo doméstico e pelos investimentos. Entre 2015 e 2016, houve desaceleração (3,1% em 2015 e 2% em 2016). O saldo deficitário de conta-corrente se alargou no período. Entre 2010 e 2012 permaneceu em torno de 3% do PIB. A partir de 2013, houve um aumento gradual da posição deficitária, registrando saldo de -6,4% do PIB

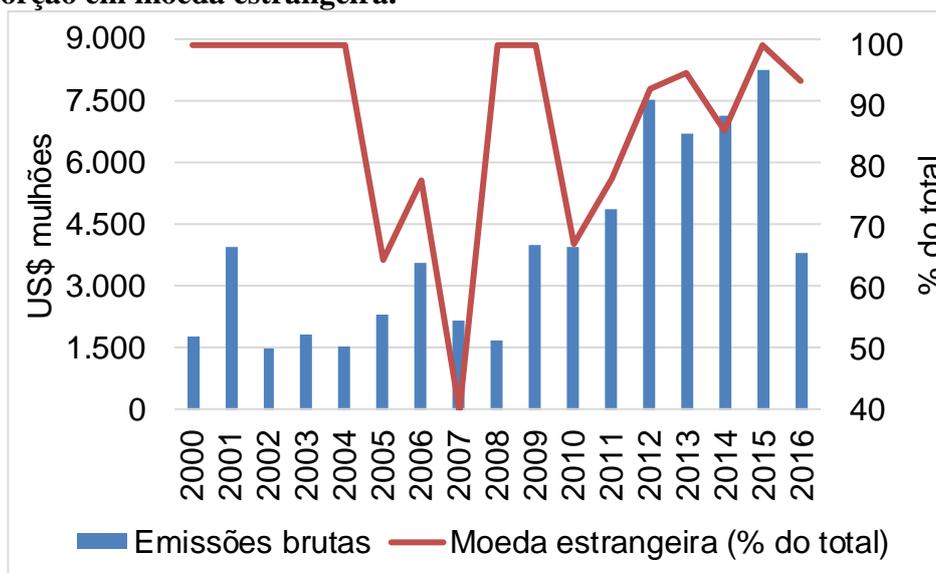
⁶² Os ingressos médios foram de 3,9% do PIB e os investimentos no exterior de 1,4% do PIB. Os fluxos líquidos de portfólio e outros investimentos foram neutros no período.

em 2015 e -4,3% em 2016. Um ponto que contribuiu para este desempenho foi a queda dos termos de troca, que em 2011 situavam-se 90% superiores aos níveis de 2000. Em 2015 e 2016, estes eram apenas 10% superiores ao nível de 2000. Adicionalmente, houve uma aceleração do volume das importações superior ao das exportações.

Do ponto de vista da conta financeira, houve uma queda da participação dos fluxos líquidos de investimento direto entre 2010 e 2011, situando-se em torno de 1% do PIB, e recuperação nos anos seguintes, com média de 3% entre 2012 e 2016. Os fluxos de portfólio aumentaram de importância, com ingressos líquidos de 2,9% do PIB entre 2010 e 2011, seguidos de desaceleração para 0,2% em 2012 e retorno para 2,9% entre 2014 e 2016. Neste sentido, nota-se uma mudança de característica do balanço de pagamentos no ciclo expansivo do pós-crise, em que há um aumento das posições deficitárias de conta-corrente e aumento da participação de fluxos de dívida e de portfólio no financiamento externo.

Quanto à capacidade de emissão de instrumentos de dívida na própria moeda, como discutido para o Brasil, houve tendência melhora na Colômbia entre 2005 e 2007. Após 2008, entretanto, houve reversão desta tendência. A partir de 2012, as emissões brutas em moeda estrangeira têm se situado em percentuais próximos a 90% do total, conforme o gráfico 51 evidencia, a partir de dados do BIS.

Gráfico 51: Emissões brutas de título de dívida da Colômbia. Montante total anual e proporção em moeda estrangeira.



Emissões brutas de títulos de dívida por todos os setores residentes.
 Fonte: BIS. Elaboração própria

Como pode ser percebido no gráfico 50, enquanto o ciclo de crescimento de 2003-07 contribuiu para um aumento do nível de reservas e para uma redução da dívida externa total, o ciclo pós-crise tem resultado numa elevação dos passivos totais para níveis semelhantes de 2000.

A manutenção de reservas internacionais contribui para mitigar o aumento da dívida externa, conferindo fontes de liquidez externa em momentos de acirramento das condições de instabilidade. Entretanto, a manutenção do cenário de desaceleração por número sucessivo de períodos pode ocasionar o surgimento de novas vulnerabilidades.

4.5.2.3. Chile

O saldo de conta-corrente do Chile apresentou posição superavitária entre o final de 2003 e meados de 2008, e entre o final de 2009 e meados de 2011, influenciado em grande parte por variações dos termos de troca e pela demanda externa pelo cobre, principal matéria-prima de exportação. Neste aspecto, em parte significativa do período, o país conseguiu reduzir sua necessidade externa líquida de financiamento, de modo mais marcante que no Brasil e na Colômbia. Outra divergência em relação aos outros dois países avaliados neste trabalho é a relevância de investimentos chilenos no exterior, principalmente os relacionados a fluxos de portfólio. Este fato pode ser em parte explicado pela admissibilidade a partir do final da década de 1990 de que os fundos de pensão do país direcionem parte de seus ativos no exterior, (Desormeaux et alli, 2008; Ffrench-Davis e Villar, 2004), e pela atuação dos fundos soberanos estatais, que investem parcela de seus recursos no exterior.

Os gráficos 52 e 53 evidenciam o desempenho do balanço de pagamentos no período recente e a composição de sua conta financeira, segregada por componentes de entrada e de saída de capitais.

Conforme descrição de Ministério de Hacienda (2016), o Chile possui dois fundos soberanos: o Fundo de Reversa de Pensões (FRP) e o Fundo de Estabilidade Econômica e Social (FEES). O FRP foi constituído em 2006 com aporte inicial de US\$ 604 milhões e possuía US\$ 8,9 bilhões no final de 2016. O FEES foi constituído em 2007, com aporte inicial de US\$ 2,6 milhões, após incorporação dos saldos do Fundo de Estabilização de Rendimentos do Cobre, descontinuado. O FRP possui como objetivo o apoio do financiamento de obrigações fiscais decorrentes do pagamento de pensões. A Lei de Responsabilidade Fiscal do país estabelece um incremento anual de 0,2% do PIB do ano anterior para o fundo, podendo ser elevado para até

0,5% quando o *superavit* fiscal superar 0,2% do PIB. Já o FEES constitui um mecanismo de financiamento de eventuais *deficits* fiscais e de amortização da dívida pública, buscando atuar como uma reserva anticíclica do governo. Seus aportes são determinados a partir dos saldos positivos fiscais registrados a cada ano, descontados os montantes depositados no FRP e no Banco Central do Chile.

Gráfico 52: Balanço de pagamentos do Chile, detalhado por componente da conta financeira.

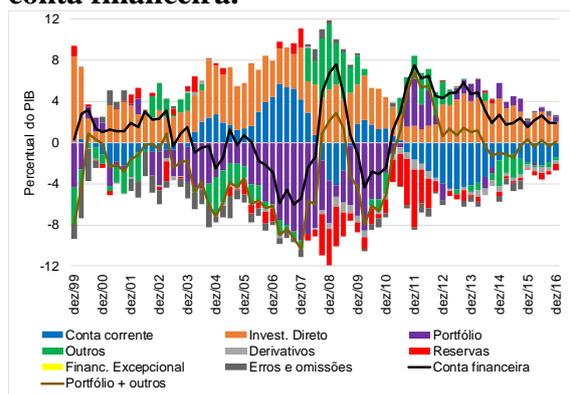
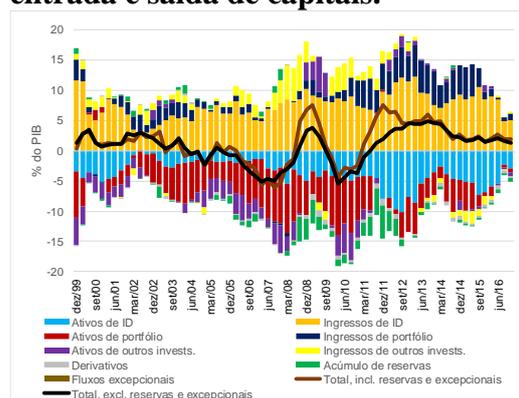


Gráfico 53: Conta financeira do Chile, detalhado componente de entrada e saída de capitais.



Nota: Os dados da conta financeira correspondem à soma dos componentes líquidos de investimentos diretos, de portfólio, derivativos e outros investimentos (compostos majoritariamente por operações de crédito comercial e de empréstimo externo aos setores residentes). Os dados da conta financeira e das reservas internacionais não contemplam linhas de crédito e suporte do FMI e outras formas de financiamento excepcional, apresentadas em alínea específica.

Fonte: FMI (BOPS). Banco Mundial (GEM). Elaboração própria.

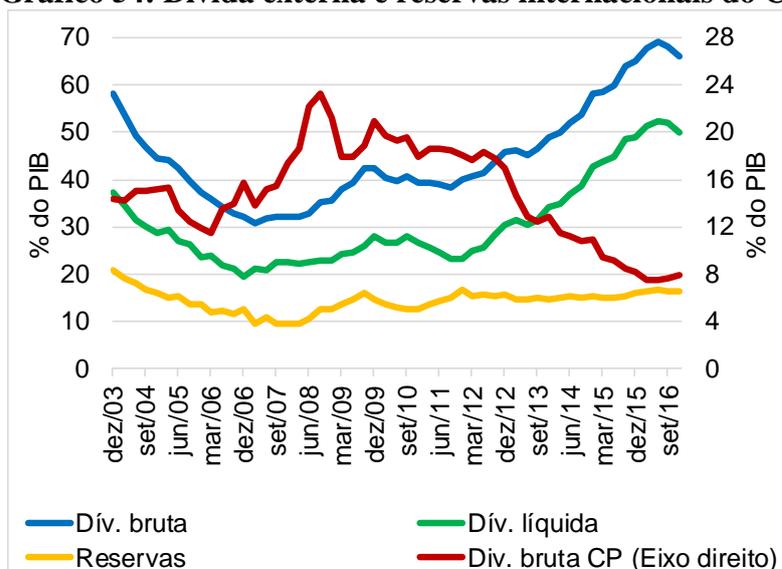
O início da década de 2000 no Chile foi marcado pela desaceleração do crescimento econômico em relação à década anterior (média de 3,9% em 2000-03, ante 2,0% em 1998-9 e 7,6% médios no período 1991-97), causada pela crise financeira de 1998-9, que em linhas gerais se caracterizou pela interrupção abrupta de fluxos de capital no país no contexto das crises financeiras do continente asiático, em 1997, da Rússia, em 1998 e no Brasil, em 1999, após um período de crescimento continuado desde o retorno à democracia (Ffrench-Davis, 2010b). Como resultado das turbulências financeiras, o Chile abandonou o sistema cambial de bandas, até então vigente, e passou a adotar um regime de câmbio flexível combinado com meta de inflação, com intervenções no mercado cambial episódicas, por meio de práticas de esterilização de reservas (Desormeaux et alli, 2008). Adicionalmente, o país adotou em 2000 uma reforma fiscal, com a introdução de uma meta fiscal baseada no saldo fiscal estrutural e aprofundou a abertura de sua conta financeira, abolindo o mecanismo até então vigente de depósitos não remunerados sobre entradas de capital (Ffrench-Davis, 2010a).

Os ingressos de investimento direto estrangeiro constituíram parcela majoritária das entradas de capital ao longo de todo o período, concentrados no setor de mineração. Até 2003, correspondiam a uma média de 5,3% do PIB. Os ingressos de portfólio e outros investimentos correspondiam no período a cerca de 1,5% e 1,2% do PIB, respectivamente. Os investimentos diretos no exterior eram de cerca de 2,5% do PIB entre 2000 e 2003, sendo que operações de portfólio e de outros fluxos correspondiam a uma média de cerca de 2,7% e 3,7% respectivamente no mesmo período.

No período entre 2004 e o 2007, houve elevação tanto dos ingressos quanto dos ativos chilenos no exterior. Os investimentos diretos líquidos se mantiveram como parcela majoritária das entradas de capital, na média de 6,4% do PIB ou cerca de 76% do total de ingressos. No lado das saídas de capital, os ativos de portfólio se elevaram para uma média de 5,9% do PIB, superior a investimentos diretos no exterior (2,1% do PIB) e outros investimentos (2,9% do PIB).

Ao longo deste período, houve a capacidade dos setores domésticos de acúmulo de poupança positiva em relação ao exterior. O país logrou uma redução de seus graus de vulnerabilidade externa, por meio da moderação do montante da dívida externa total absoluta e da redução de sua razão em relação ao PIB. Adicionalmente, houve uma redução da proporção da parcela de curto prazo da dívida externa. Estas informações são evidenciadas nos gráficos 54.

Gráfico 54: Dívida externa e reservas internacionais do Chile.



Fontes: Banco Mundial (SDDS; GEM), FMI (IFS). Elaboração própria

O período entre 2008 e 2009 foi marcado pela crise financeira internacional, que resultou numa contração do nível de atividade chileno, que desacelerou em 2008 (3,5% ante média de 6% ao ano dos quatro anos anteriores) e contraiu em 2009 (1,5% ao ano). A conta-corrente reverteu de 4,2% do PIB positivos para um *deficit* de 3,6% do PIB. Do lado da conta financeira, os ativos no exterior se retraíram em montantes superiores às saídas de capital externo. É de se destacar, neste sentido, que como parte das regras anticíclicas e da ação do governo no período, houve uma redução dos aportes nos fundos soberanos em 2008 em relação ao ano e retiradas em 2009⁶³.

Os fluxos de ativos de portfólio no exterior recrudesceram de um pico de 9,2% do PIB em dezembro de 2007 para 3,8% em março de 2009 (acumulado em quatro trimestres). A rubrica de outros ativos de investimento variou de saídas de 4,2% do PIB em dezembro de 2007 para retorno de capitais ao Chile de 5,7% do PIB em junho de 2009. Os investimentos chilenos diretos diminuíram em relação ao período anterior, mesmo assim, se mantiveram numa média de 4,6% do PIB nos dois anos.

Os fluxos externos de investimento direto no Chile se elevaram, apresentando uma média de 8,8% do PIB. Os ingressos de capital permaneceram em nível elevado, com destaque para as entradas de investimento direto, que obtiveram uma média de 9,1%. Os influxos de portfólio e outros investimentos foram respectivamente de 1,4% e 1,8%.

É de destaque que numa fase de acirramento da incerteza externa houve acúmulo positivo de reservas internacionais, que nos anos anteriores havia sido reduzida, com média neutra entre 2000 e 2007. Houve acúmulo de 2,9% do PIB em 2008 e de 1% em 2009. A dívida externa também se situou em níveis moderados no período, reduzindo seu nível em relação ao PIB e seu prazo médio de modo ligeiro, como evidenciado no gráfico 53. Adicionalmente, houve retorno de líquido de recursos para o país.

A partir de 2010, com o processo de recuperação da economia mundial e dos níveis de liquidez internacionais, a economia chilena logrou rápida recuperação, evoluindo 5,8% em 2010. O país manteve taxas elevadas de crescimento até 2013, quando cresceu 4,1%. A partir de 2014, houve desaceleração da economia, que evoluiu

⁶³ De acordo com dados estatísticos do Ministério da Fazenda do Chile, em 2008 houve contração nos aportes do governo no FEES de US\$ 8,1 bilhões em 2008 em relação ao ano anterior (de US\$ 13,1 bilhões para US\$ 5,0 bilhões), retiradas de US\$ 9,3 bilhões em 2009. No FRP os aportes se mantiveram com variação reduzida em torno de US\$ 0,8 bilhão entre 2007 e 2009.

em média 2% até 2016. Diferentemente do período de expansão anterior à crise, nesta fase o país apresentou saldos de conta-corrente recorrentemente negativos, atingindo o percentual de 4,1% em 2013, que pode ser explicado por uma redução dos termos de troca, combinado uma trajetória expansiva das importações e relativa estagnação no volume de exportações.

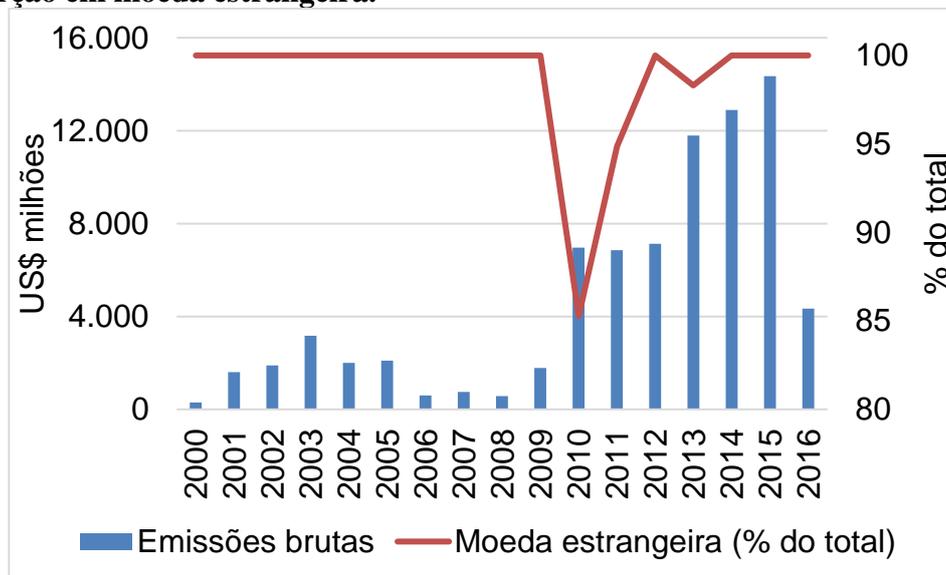
Do ponto de vista da conta financeira, os saldos se mantiveram positivos. Como forma de contenção de possíveis efeitos adversos da entrada massiva de capitais sobre a economia, o país adotou medidas visando conter o ingresso líquido exagerado de moeda estrangeira por meio do aumento do limite dos investimentos externos dos fundos de pensão (de 60% para 80% do total) e de um programa de compras diárias de dólar, que durou entre janeiro e dezembro de 2011 (Baumann, 2012). Os ingressos de portfólio corresponderam em média a 3,8% do PIB entre 2010 e 2015. Os investimentos diretos externos permaneceram como a principal forma de ingresso de capitais, representando uma média de 8,9% do PIB. O ingresso de outros investimentos foi relevante até aproximadamente 2011, com uma média de 2,5%. A partir de 2012, este item assumiu contribuição negativa de 0,3% do PIB.

Do lado da variação de ativos no exterior, houve no período mudança de seu perfil. Os investimentos diretos constituíram a parcela mais relevante, com média de 4,9% do PIB em 2010-11 e 5,8% do PIB entre 2012 e 2016. Para os mesmos períodos, os ativos de portfólio representaram nos dois períodos 5,5% do PIB em e 2,9% do PIB respectivamente. Outros ativos representaram média de 0,1% ao longo de todo o período. A acumulação de reservas foi positiva em 2,5% do PIB e 0,6% do PIB respectivamente.

É de se observar que tem havido entre meados de 2014 e de 2017 uma tendência de deterioração do saldo de conta-corrente e crescente de dependência de fluxos externos de capital. No período pós-crise, diferentemente da fase de crescimento anterior, houve um aumento da dívida externa, tanto em termos absolutos quanto em relação ao PIB (68% do PIB no final de 2016 de dívida bruta ante 39,5% no final de 2010). Por outro lado, os saldos de curto prazo tornaram-se menos relevantes (de 18% no final de 2010 para 8% no final de 2016) e o estoque de reservas manteve-se relativamente estável em torno de US\$ 40 bilhões a partir de 2011(15% do PIB).

Outro ponto a se observar diz respeito à capacidade do país em emitir instrumentos de dívida na própria moeda. Como observado no gráfico 55, a partir de dados de emissões de títulos de dívida do BIS, têm prevalecido emissões de dívida em moeda estrangeira ao longo do período.

Gráfico 55: Emissões brutas de título de dívida do Chile. Montantes total anual e proporção em moeda estrangeira.



Emissões brutas de títulos de dívida por todos os setores residentes.

Fonte: BIS. Elaboração própria.

4.5.2.4. Comentários gerais

A condição favorável dos desempenhos de balanço de pagamento, em relação aos saldos de conta corrente e da conta financeira, especialmente no período anterior à crise de 2008, contribuiu para uma melhora dos indicadores de risco externo por parte dos PEDs, e em particular de Brasil, Chile e Colômbia, apresentados nesta subseção. Este ponto pode ser observado pelos indicadores de risco-país, medidos pelo *spread* dos títulos de dívida soberana de longo prazo em relação às *treasuries* dos EUA (*Emerging Markets Bonds Index* - EMBI), como evidenciado no gráfico 35.

Do ponto de vista dos indicadores de sustentabilidade externa, os países lograram uma redução da dívida externa total, e o acúmulo de reservas internacionais.

Houve melhora sensível do acesso a fluxos externos de financiamento, com uma participação relevante dos fluxos de investimento direto no período. Entretanto, um ponto a ser observado é que a despeito de aprimoramentos no período anterior à crise de 2008, persistem dificuldades de emissão de dívida na própria moeda.

Em relação à construção de elementos preventivos ao acirramento de vulnerabilidades, no período de recuperação pós-crise, foram introduzidos uma série de instrumentos de gerenciamento de capitais, com vistas a evitar que os ciclos de elevados fluxos de capital contribuíssem para a conformação de bolhas nos mercados de ativos domésticos e possíveis efeitos adversos em fases de reversão cíclica. Entretanto, os efeitos de tais medidas podem ser considerados insuficientes de modo isolado. Um desafio importante por parte dos países é a capacidade de construção de mecanismos que sejam funcionais também nos períodos de reversão cíclica, caracterizados pela escassez ou saída de fontes de financiamento externo e menor capacidade de geração de divisas.

O caráter mais incerto e sujeito a ondas de otimismo e pessimismo do processo de recuperação posterior à crise financeira, assentado em grande parte num elevado nível de liquidez global decorrente de políticas monetárias expansivas dos países avançados e da recuperação chinesa, contribui para explicar a deterioração recente do dinamismo dos saldos de balanço de pagamento das principais economias em desenvolvimento, e de Brasil, Chile e Colômbia, observados nesta subseção.

Um ponto a ser observado é que, com a deterioração dos saldos de conta corrente e o cenário menos virtuoso de ingressos de capitais externos, desde meados de 2014 até meados de 2017, tem havido aumento dos níveis de dívida externa dos países analisados, em níveis próximos aos prevalecentes antes do *boom* de 2003-08, a despeito do nível ainda elevado de reservas internacionais. Embora a condição de estabilidade externa dos países ainda possa ser considerada favorável em comparação ao final da década de 1990, a continuação de um cenário global incerto e de baixas taxas de crescimento econômico é fonte potencial de vulnerabilidades.

4.5.3. Necessidades de financiamento dos principais setores.

Como discutido anteriormente, o cenário externo teve forte influência sobre o desempenho econômico de Brasil, Chile e Colômbia, influenciando suas taxas de crescimento, sua capacidade de acúmulo de divisas e seus passivos externos líquidos. Além destes fatores, é possível observar que fatores domésticos também contribuíram para a evolução conjuntural dos países neste período.

Esta subseção realiza uma análise estilizada da trajetória dos principais setores domésticos de Brasil, Chile e Colômbia; em relação a principais receitas e gastos, à

necessidade de financiamento e à condição financeira. A intenção é contextualizar com as oscilações cíclicas ocorridas.

A fonte para o trabalho são dados das contas nacionais, relativos às contas econômicas integradas e as contas financeiras, segregadas por setores institucionais. De modo complementar e quando aplicável, estas informações são complementadas com estatísticas macroeconômicas de outras fontes.

Embora os dados utilizados sigam um padrão estabelecido pelo sistema de contas nacionais das Organização das Nações Unidas (United Nations, 1993; United Nations, 2008), sua forma de evidenciação e sua periodicidade variam de um país a outro. Adicionalmente, há o caso de divergências metodológicas internas nos dados, especialmente nas informações acima da linha (que contemplam fluxos de rendimentos e gastos) e abaixo da linha (usos e fontes de recursos).

O registro das transações econômicas nas contas nacionais se procede a partir da divisão da economia em cinco setores domésticos e o setor externo. Os setores domésticos são os seguintes:

- famílias;
- instituições sem fim lucrativo;
- empresas não financeiras; compostas por empresas de controle público, privado nacional e privado estrangeiro;
- empresas financeiras; compostas por bancos comerciais, *money-market funds*, fundos de investimentos, banco central, empresas de seguro, fundos de pensão, instituições financeiras auxiliares e outras instituições de empréstimos.
- governo geral, composto pelo governo central, governos estaduais, governos locais e por fundos públicos de seguridade social.

Por simplificação, as instituições sem fim lucrativo serão analisadas de modo conjunto com as famílias. Um ponto que cabe ressaltar é que, na falta de abertura dos dados no nível dos subsetores, a análise pode ficar prejudicada em alguns pontos. Um exemplo deste fato é a aglutinação do banco central junto ao setor financeiro, o que dificulta a separação de operações típicas da autoridade monetária e de bancos comerciais.

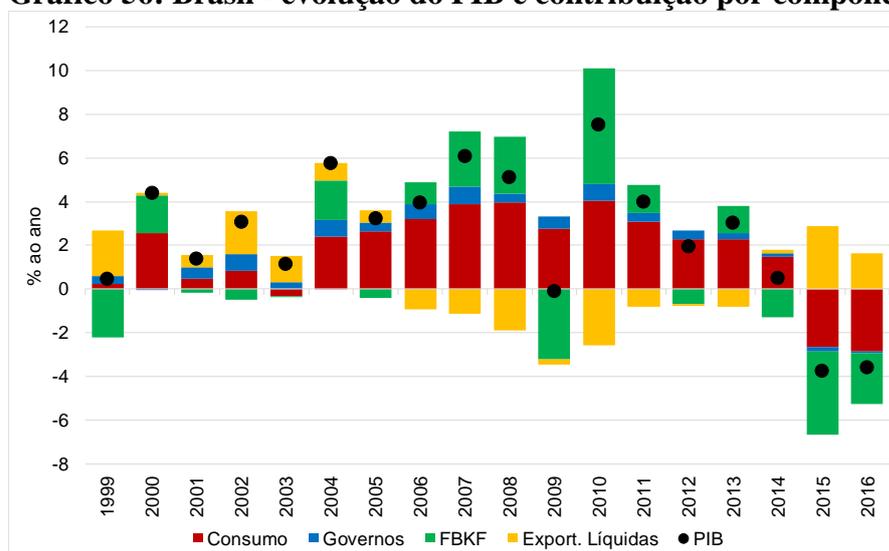
Não é o escopo deste trabalho uma análise profunda das políticas macroeconômicas adotadas ou da dinâmica conjuntural de cada país, o que demandaria outro tipo de esforço. A intenção é traçar fatos estilizados que permitam ter evidências de como os setores tendem a se comportar ao longo dos ciclos e possíveis espaços de política macroeconômica.

4.5.3.1. Brasil

O gráfico 56 expõe o crescimento do PIB do Brasil entre 2000 e 2015, por componentes de gastos. Como discutido nas seções anteriores, pode ser observada a alternância entre cinco fases cíclicas: dois ciclos de alta, entre 2004 e 2008, e entre 2010 e 2013, um ciclo de baixo crescimento entre 2000 e meados de 2003, a retração causada pela crise financeira internacional, em 2009, e um ciclo de desaceleração seguido de recessão a partir de 2014.

A fase de dinamismo entre 2004 e 2008 é puxada principalmente pela evolução positiva dos gastos de consumo e de investimentos, como mostra o gráfico 56. Embora do ponto de vista externo, a economia tenha sido favorecida pela melhora dos termos de troca, a contribuição das exportações líquidas foi positiva até 2005, passando a negativa a partir de 2006, em função da desaceleração dos *superavits* comerciais.

Gráfico 56: Brasil - evolução do PIB e contribuição por componentes de gasto.



Fonte: Cepalstat. Elaboração própria

Os efeitos da crise financeira internacional foram mais intensos em 2009, quando o crescimento da economia caiu de 5,1% no ano anterior para -0,1%. O consumo e os gastos do governo mantiveram trajetória positiva, com moderada desaceleração. Os

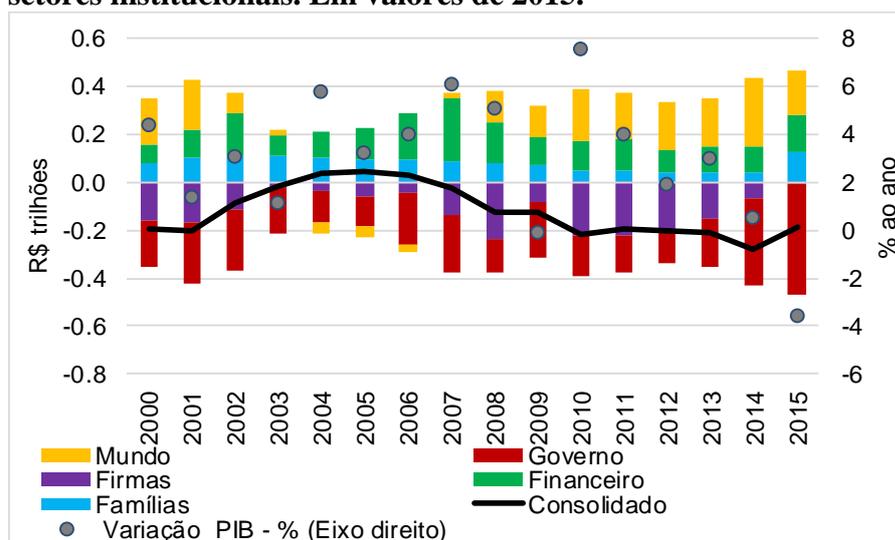
investimentos foram o componente que mais contribuiu para a queda de desempenho, com contribuição negativa de 3,2% para a taxa de crescimento.

Em 2010, a economia apresentou rápida recuperação, com crescimento de 7,5%, liderado pela recuperação dos investimentos, que contribuíram positivamente em 5,3%. O consumo das famílias seguiu trajetória positiva, com contribuição de 4,1%, seguido dos gastos do governo com contribuição de 0,8%. As exportações líquidas foram negativas, com contribuição de -2,6%, devido à alta nas importações. O período entre 2011 e 2013 pode ser considerado uma continuação da fase de recuperação, porém com tendência a desaceleração moderada tanto nos investimentos quanto no consumo.

A partir de 2014, iniciou-se um processo mais forte de desaceleração da economia, que podem ser explicado em parte pela queda dos investimentos. A partir de 2015, há a evidência de uma queda forte do nível da atividade econômica, num contexto de contração fiscal, depreciação da taxa de câmbio e queda brusca dos investimentos e do consumo doméstico.

O gráfico 57 avalia a evolução da capacidade de financiamento consolidada⁶⁴ da economia brasileira entre 2000 e 2015, segregada setorialmente, em valores reais de 2015.

Gráfico 57: Brasil: Capacidade de financiamento da economia, segregada por setores institucionais. Em valores de 2015.



Dados convertidos a valores de 2015, com base no deflator implícito do PIB.
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

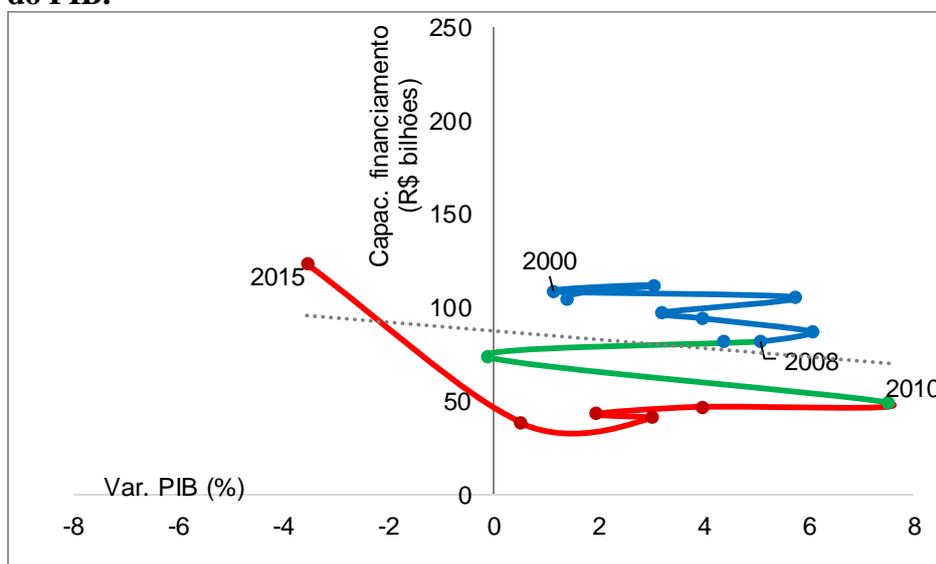
⁶⁴ O indicador de capacidade de financiamento se refere ao conceito de poupança líquida dos setores, ou seja, a subtração entre total de rendimentos e gastos. De outra forma, corresponde ao negativo da necessidade de financiamento.

A oscilação da capacidade de financiamento dos setores pode ser relacionada com características próprias de atuação dos setores e com a forma como foram influenciados pelos ciclos. De forma consolidada, a condição financeira dos setores domésticos tem sido deficitária na maior parte do período, tornando-se superavitária num breve período entre 2004 e 2006, favorecida pela conjuntura externa favorável. O governo e as empresas não financeiras têm apresentado posições deficitárias. As instituições financeiras e as famílias têm sido superavitárias.

a) Famílias

O gráfico 58 mostra a evolução da capacidade de financiamento das famílias, em valores reais de 2015, *vis-à-vis* o crescimento anual do PIB. É de observar um padrão procíclico. Há, em média, uma redução da capacidade de financiamento nos períodos de maior crescimento econômico, o que sinaliza uma maior predisposição à redução de posições de liquidez nestes períodos. Este padrão fica mais evidente na análise entre as diferentes fases cíclicas.

Gráfico 58: Brasil: Capacidade financeira das famílias (valores de 2015) e variação do PIB.



Dados convertidos a valores de 2015, com base no deflator implícito do PIB.

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

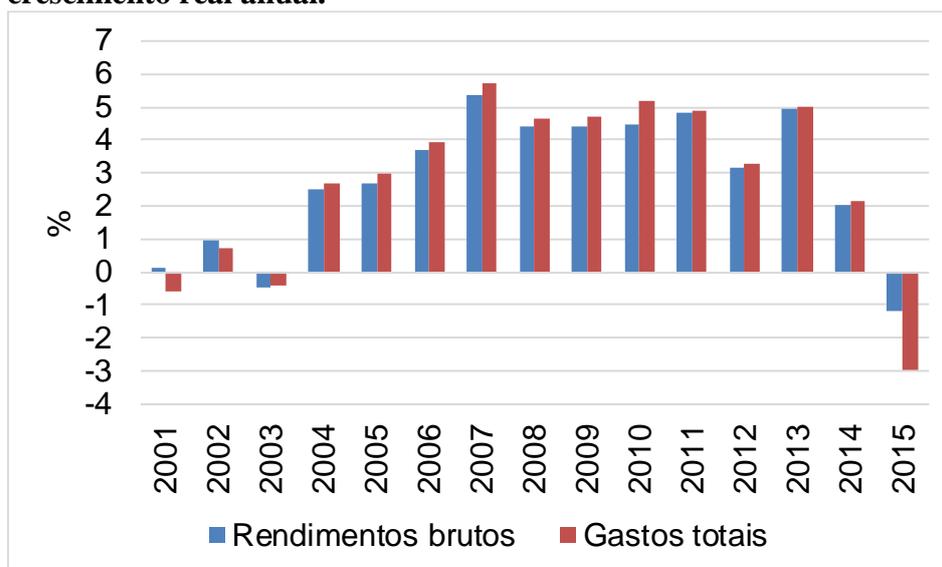
Entre 2004 e 2008, houve redução gradativa da liquidez das famílias, de uma média de R\$ 102 bilhões ao ano entre 2000 e 2004 para R\$ 90 bilhões entre 2005 e 2008. Como mostra o gráfico 59, houve uma aceleração tanto do rendimento quanto dos gastos totais, com taxas de crescimento ligeiramente mais elevadas dos últimos. O ano de 2009 pode ser considerado exceção, quando, diante do desempenho do PIB

ligeiramente negativo, houve moderada queda da capacidade de financiamento, que pode ser explicada pela desaceleração mais pronunciada nos rendimentos totais em relação aos gastos.

A recuperação econômica no ano de 2010 contribuiu para a manutenção da tendência procíclica anterior à crise, com a redução da capacidade de financiamento num contexto de crescimento. Entre 2011 e 2014, a capacidade média de financiamento se manteve em níveis próximos aos de 2010, num contexto de desaceleração das taxas de crescimento econômico e dos desempenhos da variação da renda e do consumo totais.

Em 2015, houve uma elevação da capacidade de financiamento das famílias, num contexto recessivo. A prociclicidade neste ano se verificou pela redução mais intensa dos gastos totais em comparação com a renda.

Gráfico 59: Brasil: Rendimentos brutos e gastos totais das famílias. Taxa de crescimento real anual.



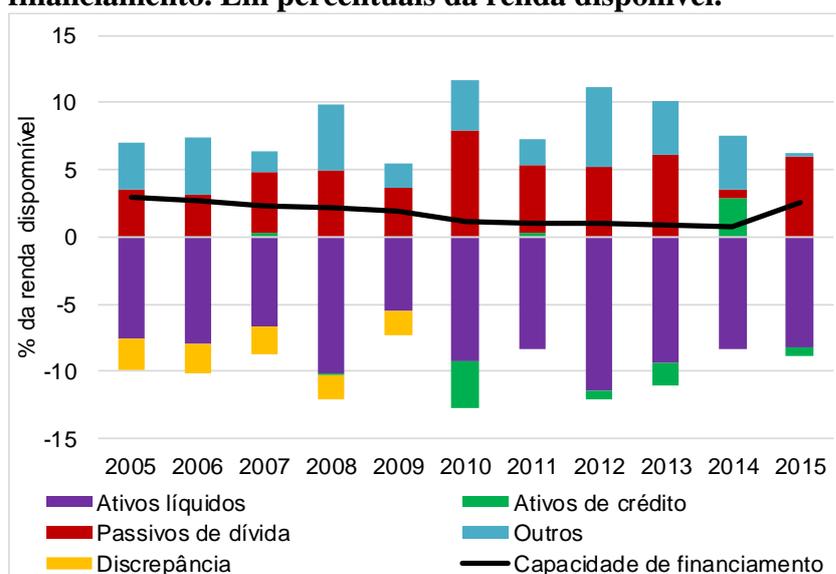
Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

O gráfico 60 mostra uma análise de usos e fontes associados à capacidade de financiamento das famílias entre 2005 e 2015. Até 2009, entre 7% e 9% da renda disponível das famílias foi direcionado para ativos líquidos e de portfólio. A partir de 2010, este percentual aumentou para uma faixa entre 9% e 10% da renda disponível. O acesso a passivos de crédito também apresentou tendência de alta, mantendo-se entre 4% e 5% da renda disponível até 2008, e levemente superior a 5% entre 2009 e 2013.

Em 2014, num contexto de desaceleração da economia doméstica, houve redução das novas operações de crédito, que se situaram em níveis próximos de zero.

Oscilações na renda disponível são o principal fator que tem contribuído com a variação dos gastos totais das famílias, como pode ser percebido pela redução da razão entre a capacidade de financiamento e a renda disponível⁶⁵. O acesso ao crédito e o uso de ativos líquidos tem contribuído positivamente, porém de modo menos sistemático.

Gráfico 60: Brasil: uso e fundos de recursos associados à capacidade de financiamento. Em percentuais da renda disponível.



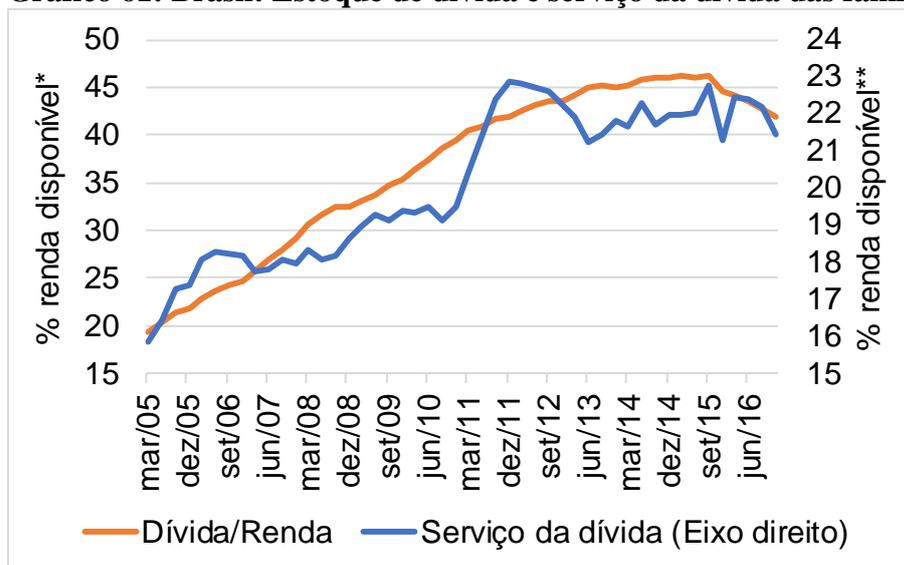
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

O gráfico 61 ilustra, a partir de informações do Banco Central do Brasil, a evolução do estoque de crédito a pessoas físicas em relação ao PIB e do serviço da dívida em relação à renda. Nota-se uma trajetória continuada de crescimento dos passivos totais e uma tendência de aumento dos compromissos financeiros das famílias, que alcançou níveis superiores a 20% da renda em meados de 2011.

O gráfico 62 evidencia a evolução da capacidade financeira das empresas não financeiras entre 2000 e 2015. O setor apresenta capacidade financeira negativa, demandando fontes externas de financiamento. Como no caso das famílias, é perceptível uma dinâmica predominantemente procíclica, com a tendência de aumento das necessidades de financiamento nos períodos de maior crescimento econômico.

⁶⁵ Um ponto que cabe ser observado é a limitação destes dados, dada a elevada heterogeneidade de renda entre as famílias, o que dificulta uma análise mais assertiva a respeito da evolução de sua condição financeira, à medida que convivem lado a lado famílias tipicamente superavitárias com deficitárias e dependentes de passivos de crédito.

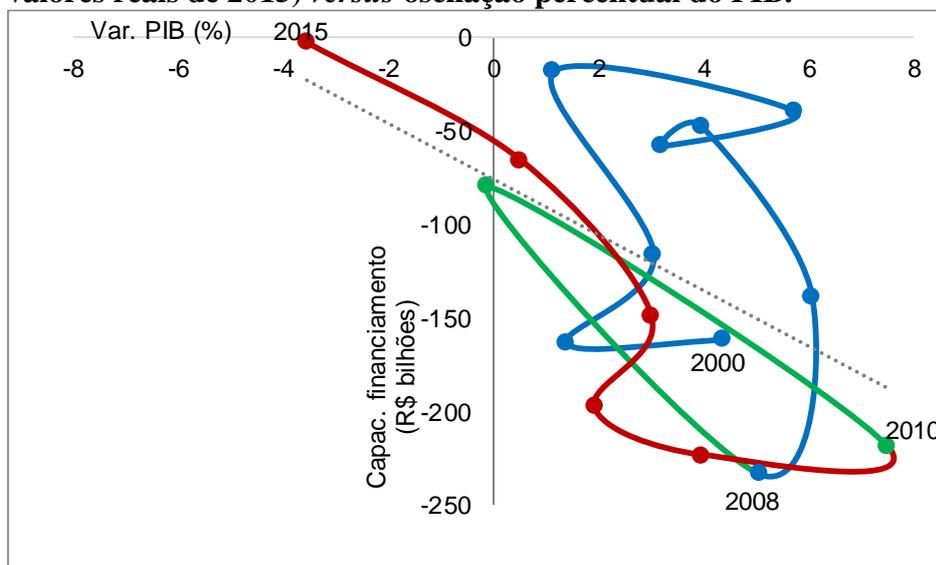
Gráfico 61: Brasil: Estoque de dívida e serviço da dívida das famílias.



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria

b) Empresas não financeiras

Gráfico 62: Brasil: capacidade financeira das empresas não financeiras (em valores reais de 2015) versus oscilação percentual do PIB.



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

As empresas não financeiras são relevantes na realização dos investimentos. Nos períodos em que o crescimento econômico foi mais intenso, houve a tendência de níveis mais elevados de necessidade de financiamento, em termos reais, com tendência oposta nas fases de desaceleração e crise.

Os gráficos 63 e 64 decompõem a evolução da necessidade de financiamento do setor entre poupança bruta e investimentos. No início da década de 2000, os gastos de

capital oscilaram entre taxas de crescimento baixas e negativas, com sinais de baixa propensão a posturas alavancadas por parte das firmas, e necessidade de financiamento em níveis próximos de zero em 2003. A partir de 2003, houve melhora inicialmente moderada dos investimentos, a taxas superiores ao crescimento da poupança bruta do setor, que se acelerou até meados de 2008. Esta trajetória foi interrompida pela crise financeira internacional, com uma redução abrupta dos investimentos privados, que decaíram 26,8% em 2009. Contudo, já no ano seguinte, houve recuperação forte, em formato de “V”, com variação positiva de 34,3%. Nos anos seguintes, a tendência foi de desaceleração e queda gradual dos investimentos, gerando taxas de variação negativas a partir de 2012. A contração dos gastos de capital das firmas em 2014 e 2015 foi de 8,2% e 22,8%, níveis que acumulados sinalizam uma queda mais significativa que durante o auge da crise de 2009.

Gráfico 63: Brasil: Poupança bruta e gastos de capital das empresas não financeiras (em valores de 2015).

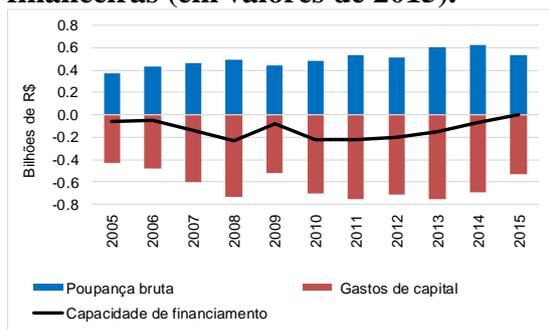
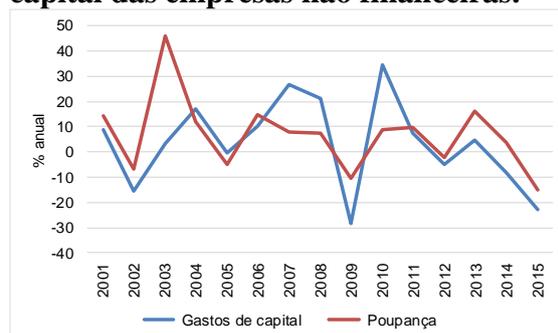


Gráfico 64: Brasil: Variação percentual real da poupança bruta e dos gastos de capital das empresas não financeiras.



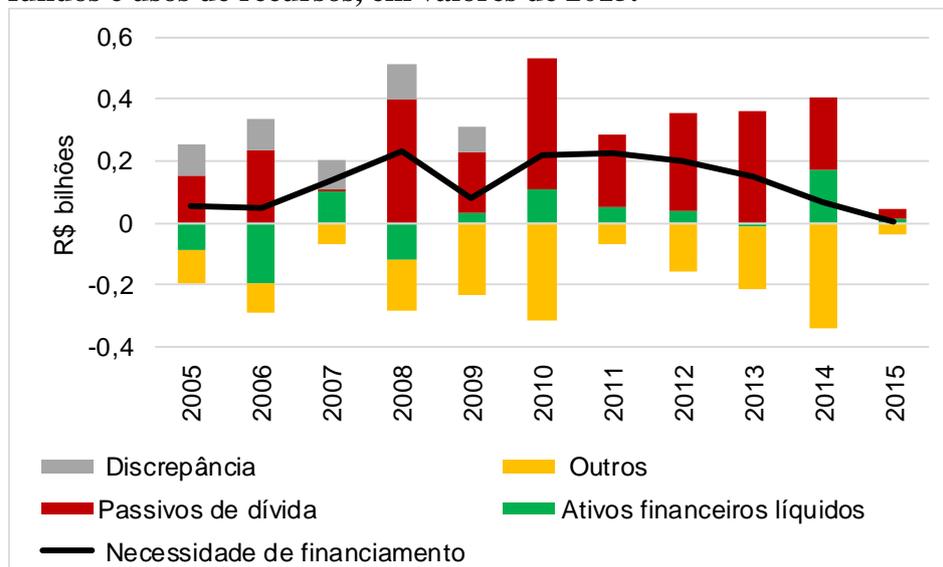
Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Partindo de uma análise tipicamente *a la* Minsky (1986), uma hipótese a ser inferida pelos dados dos gráficos 62 e 63 é a de um padrão cíclico progressivo a partir de 2003, em que os gastos de capital evoluíram de modo cauteloso no início do ciclo, acelerando conforme as elevadas taxas de crescimento se mantinham. Já o ciclo de crescimento a partir de 2010 possui como ponto de partida uma situação em que a necessidade de financiamento e o grau de endividamento já eram elevados, gerando um cenário menos favorável à evolução dos investimentos, que se tornavam ainda menos atrativos com o quadro de desaceleração econômica.

O gráfico 65 apresenta a evolução dos usos e fontes de recursos das firmas não financeiras, em valores reais, entre 2005 e 2015. O uso de passivos de crédito foi importante para seu financiamento. Até 2008, foram utilizadas posições crescentes de

endividamento crédito, de forma concomitante ao acúmulo de ativos financeiros. Após 2009, num contexto de desaceleração econômica, a redução de ativos financeiros atuou como elemento complementar de *funding* para o financiamento de posições deficitárias.

Gráfico 65: Brasil: Capacidade de financiamento das empresas não financeiras: fundos e usos de recursos, em valores de 2015.



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

A evidência de redução gradativa da necessidade de financiamento por parte das firmas a partir de 2012, combinada com desaceleração seguida de queda dos gastos de capital, manutenção da demanda por passivos de dívida e contração de ativos financeiros líquidos sugere um processo de desalavancagem em curso por parte das firmas, combinado com nível elevado de endividamento. Embora não haja elementos para concluir por uma natureza *Ponzi* de sua estrutura financeira, há indícios de pelo menos a existência de vulnerabilidades e gargalos financeiros típicos do final de uma fase especulativa.

O gráfico 66 evidencia a evolução dos passivos de dívida das firmas não financeiras entre 2004 e 2015, em valores de 2015. Tem havido uma trajetória de crescimento persistente, em especial a partir de 2008. Estes dados são corroborados pelas estatísticas do Banco Central a respeito do total da carteira de crédito a pessoas jurídicas entre 2010 e 2015, como evidenciado no gráfico 67.

Gráfico 66: Endividamento das empresas não financeiras do Brasil. Em valores de 2015 e em percentual do PIB.

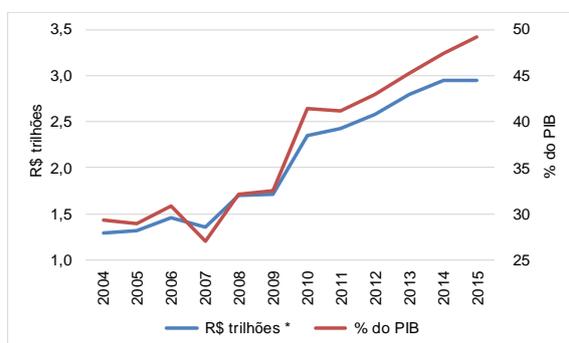
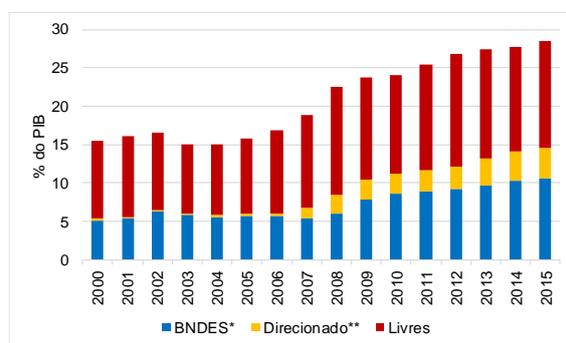


Gráfico 67: Carteira de crédito do sistema bancário do Brasil a pessoas jurídicas. Em percentual do PIB.



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

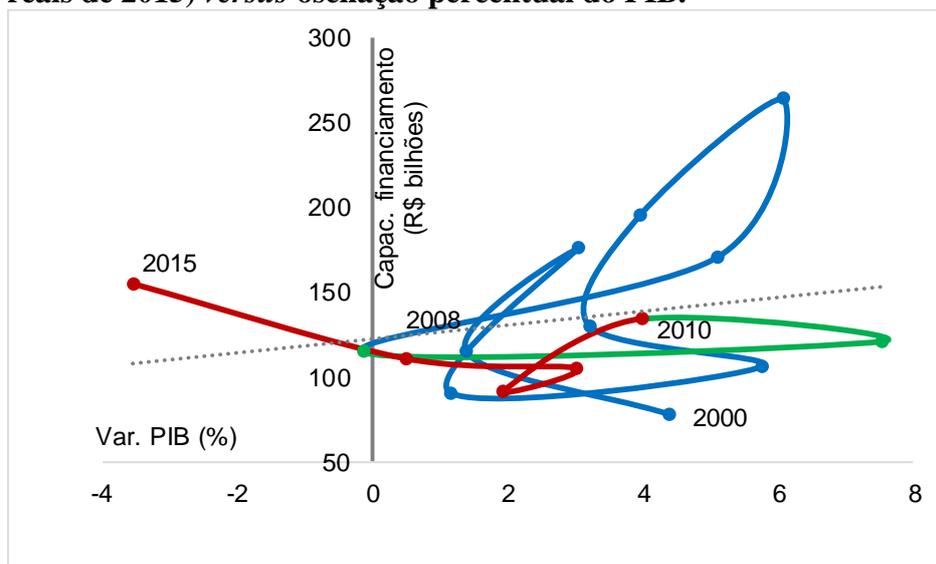
* As operações de crédito junto ao BNDES contemplam linhas de capital de giro, de crédito ao setor agroindustrial e financiamento a operações de investimentos.
** As operações de crédito direcionado excluem as linhas do BNDES, contemplando operações de crédito imobiliário, rural e outras operações.
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

c) Setor financeiro

A capacidade de financiamento do setor financeiro tem se mantido positiva ao longo do período de análise. Esta conformação pode ser associada à própria atividade, como agente de financiamento para os demais setores da economia. De modo geral, a geração de capacidade financeira positiva pode ser associada à rentabilidade líquida de suas operações. Decisões associadas a novas concessões de crédito, embora possam conformar redução de seu nível de liquidez de modo individual, contribuem para proporcionar novas fontes de recursos no agregado, na forma de novos depósitos.

Como evidenciado no gráfico 68, a capacidade de financiamento do setor financeiro tem oscilado de forma positiva em relação ao crescimento econômico.

Gráfico 68: Brasil: capacidade financeira das instituições financeiras (em valores reais de 2015) versus oscilação percentual do PIB.

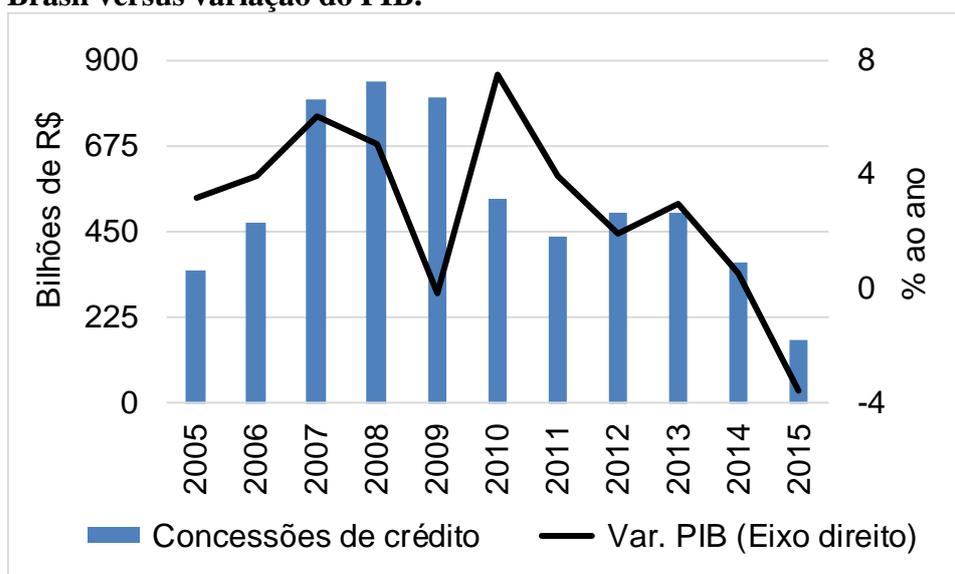


Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

O gráfico 69 ilustra a variação dos ativos de crédito das instituições financeiras em relação ao PIB. Nota-se um perfil eminentemente procíclico por parte do setor, elevando suas operações mais fortemente nos períodos de mais elevado dinamismo. O ano de 2009 pode ser considerado uma exceção, que pode ser atribuída em parte à atuação dos bancos públicos, como parte dos mecanismos anticíclicos capitaneados pelo governo brasileiro no período, diante dos efeitos da crise financeira internacional. Como discutido por IPEA (2011), os bancos públicos podem contribuir para a suavização de ciclos econômicos recessivos, sendo que no caso da experiência brasileira em 2009, tiveram contribuição positiva para amenizar o quadro de pânico sobre o qual foram atingidos os bancos privados nacionais e estrangeiros.

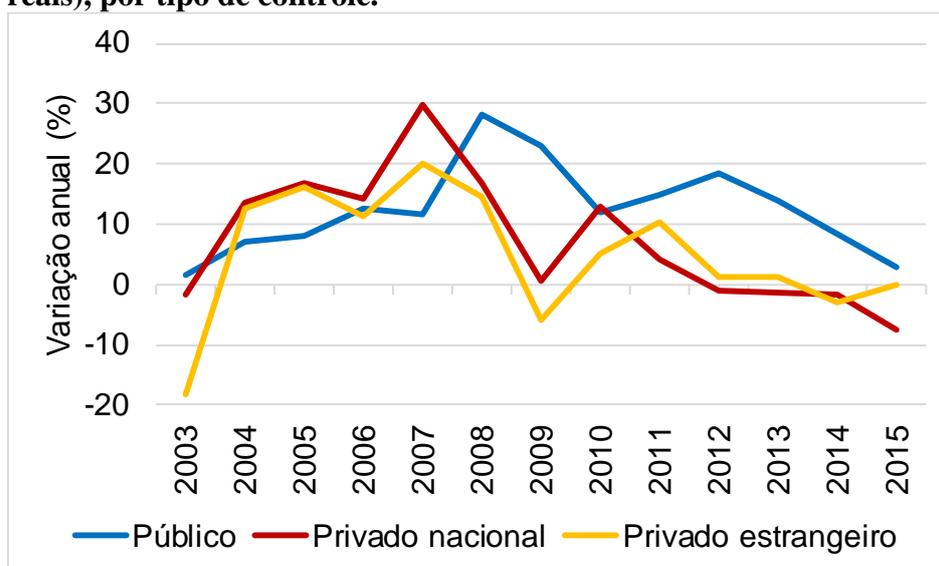
O gráfico 70 ilustra a variação anual dos ativos totais de crédito do sistema financeiro, conforme dados do Banco Central do Brasil, por tipo de controle. É notável que entre 2004 e 2007, há uma tendência de crescimento dos ativos de crédito para o sistema financeiro como um todo, com dinamismo mais forte do setor privado. A partir de 2008, e em especial, em 2009, há uma inversão. Os saldos do setor privado e estrangeiro apresentam uma mudança abrupta de comportamento, com variações próxima à estabilidade em 2009, esboço de recuperação moderada entre 2010 e 2011, e alternância entre estagnação e queda nos anos seguintes. Já os saldos do setor público apresentaram forte alta entre 2008 e 2009, mantendo trajetória positiva nos anos subsequentes, com desaceleração moderada a partir de 2014.

Gráfico 69: Variação anual dos ativos de crédito das instituições financeiras do Brasil versus variação do PIB.



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

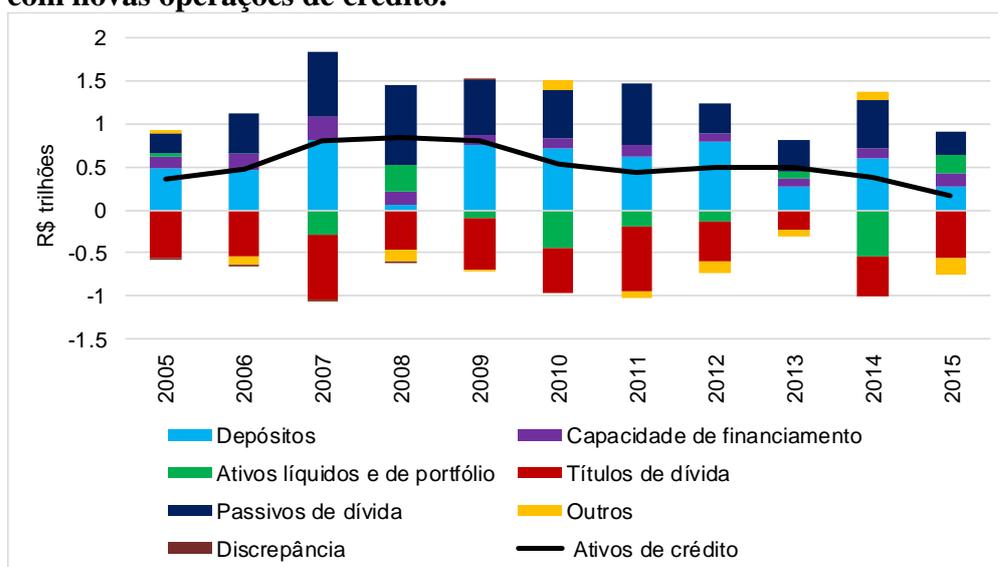
Gráfico 70: Variação dos ativos de crédito do sistema financeiro do Brasil (saldos reais), por tipo de controle.



Saldos convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fontes: Banco Central do Brasil; IBGE. Elaboração própria.

Neste aspecto, pode ser observado um comportamento mais conservador por parte do setor financeiro privado no pós-crise em relação à fase de expansão anterior. Coube um papel anticíclico ao setor financeiro público, de substituição do setor privado no papel de agente financeiro da economia, de modo a evitar uma queda drástica da capacidade de refinanciamento e de manutenção dos gastos do setor não financeiro.

Gráfico 71: Brasil – instituições financeiras: usos e fontes de recursos, associados com novas operações de crédito.



Saldos convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

O gráfico 71 ilustra a estrutura de financiamento dos ativos de crédito por parte dos bancos entre 2006 e 2015, em valores reais. O grau de cobertura dos empréstimos por depósitos na maior parte dos períodos é superior a 100%, o que sugere restrições limitadas de liquidez como freio às operações de crédito. Outro elemento que se destaca é a participação elevada de títulos de dívida como usos de recursos⁶⁶.

d) Governo

O governo geral apresentou saldo fiscal primário positivo durante a maior parte do período analisado, como evidenciado nos gráficos 72 e 73. Entre 2000 e 2002, o saldo primário se manteve em níveis próximos de zero, com melhora a partir de 2003, com média de 1,7% do PIB. O desempenho se deteriorou em 2009, alcançando 0,2% do PIB positivos, e se recuperou moderadamente no primeiro ano de recuperação, 2010, com desempenho de 1,2% do PIB. No período pós-crise, houve nova alta entre 2011 e 2013, permanecendo em níveis próximos a antes da crise. Em 2014 e 2015, é perceptível queda mais proeminente do indicador, registrando 1,5% do PIB negativos nos dois anos.

⁶⁶ Sobre este ponto, de acordo com estatísticas do Banco Central do Brasil (IF data), agregando os balanços dos bancos comerciais, é possível identificar que a carteira de títulos e valores mobiliários destas instituições equivalia a cerca de 30% dos ativos totais entre 2000 e 2004. Em 2015, a proporção era de aproximadamente 20% do total dos ativos dos bancos.

Gráfico 72: Brasil - saldos fiscais do governo geral, em valores de 2015.

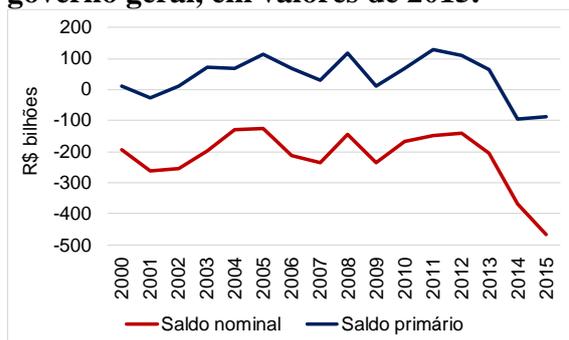
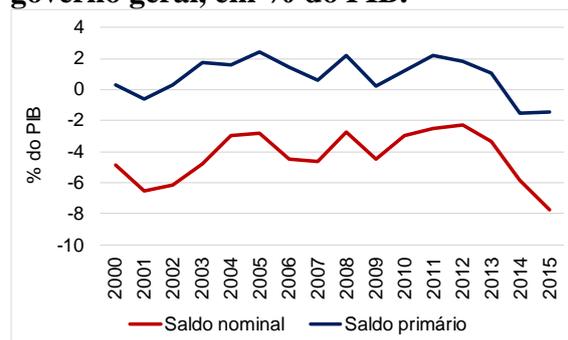


Gráfico 73: Brasil - saldos fiscais do governo geral, em % do PIB.



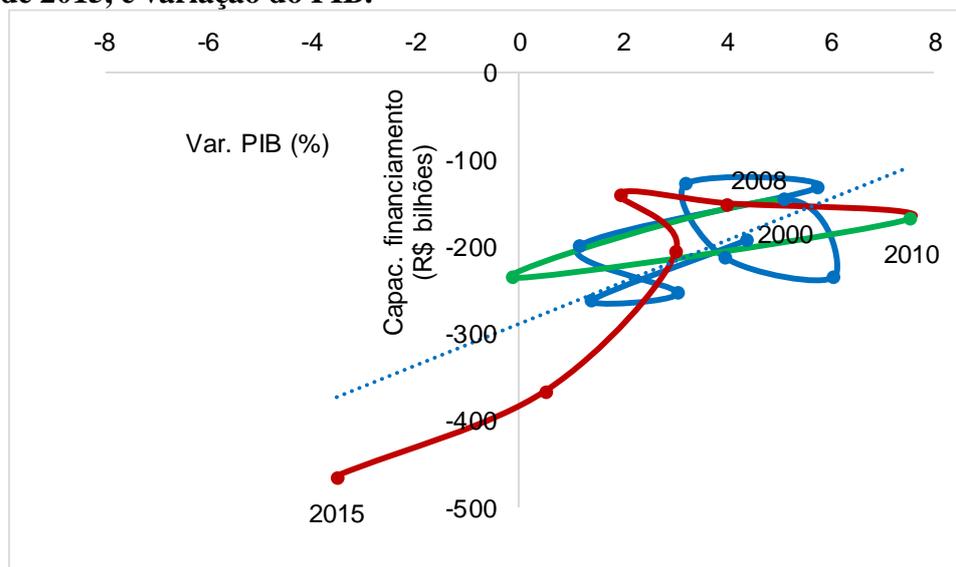
O saldo nominal corresponde ao total da capacidade de financiamento do governo. O saldo primário corresponde ao total da capacidade de financiamento do governo, descontadas as receitas e despesas de juros.

Os saldos reais foram convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: IBGE

Já o saldo nominal foi deficitário durante todo o período. Entre 2000 e 2003, o saldo médio foi de -5,6% do PIB, apresentando melhora nos anos seguintes, com média de -3,5% do PIB entre 2004 e 2008. Em 2009, houve aumento da posição deficitária, alcançando o nível de -4,5% do PIB. Nos anos seguintes, aumentou para uma média de -2,8% do PIB entre 2010 e 2013. Em 2014 e 2015, se deteriorou, apresentando os níveis de -5,8% do PIB em 2014 e -7,8% do PIB, no contexto da desaceleração econômica seguida por recessão.

Gráfico 74: Capacidade de financiamento anual do governo do Brasil, em valores de 2015, e variação do PIB.



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

O gráfico 74 ilustra a evolução da posição financeira anual do governo entre 2000 e 2015, em valores de 2015, *vis-à-vis* a variação anual do PIB. Numa observação

geral e preliminar, esta trajetória representaria um comportamento anticíclico. Posições deficitárias tendem a ser mais relevantes nos períodos em que o nível de atividade econômica é menos intenso, aumentando a participação líquida do governo.

Do ponto de vista da capacidade de exercer política macroeconômica por parte dos governos, esta leitura pode gerar erros de interpretação. Este ponto deriva do fato de que a capacidade de arrecadação dos governos e os gastos públicos estão frequentemente sujeitos a estímulos diferenciados. A avaliação em separado das receitas e dos gastos públicos pode contribuir para ter uma visão mais precisa a respeito da natureza da capacidade financeira do governo.

Um ponto essencial para avaliar o tipo de resposta dos governos em relação aos ciclos diz respeito à sua capacidade de ampliar ou reduzir os gastos nos diferentes períodos, dentro de seu objetivo de proporcionar níveis de emprego e renda elevados, reduzindo suas fontes de oscilação. Neste sentido, diz respeito à sua capacidade de mitigar a formação excessiva de posições de riscos em situações de elevado crescimento, constituindo *buffers* precaucionais para os momentos de menor nível de atividade, quando os gastos públicos podem atuar como forma de estímulo à demanda agregada.

A evolução das receitas e dos gastos do governo brasileiro é apresentada nos gráficos 75 e 76 em percentuais do PIB e em valores reais, respectivamente, para o período entre 2000 e 2015.

Gráfico 75: Receitas* e gastos primários do governo geral, em % do PIB.**

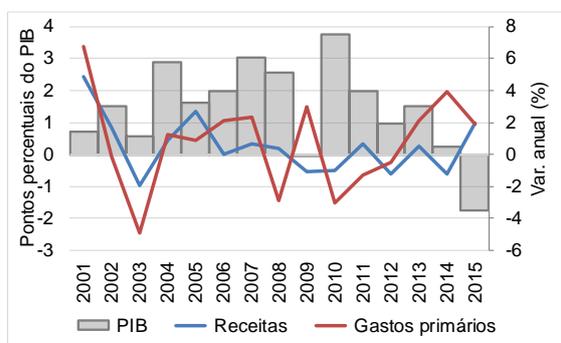
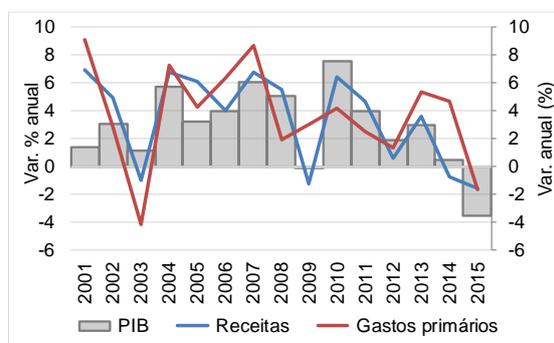


Gráfico 76: Receitas* e gastos primários do governo geral, em valores de 2015.**



* Inclui valor agregado do governo e receitas de impostos e contribuições.

** Inclui gastos com salários, rendas líquidas de propriedade (exceto juros), benefícios e transferências, consumo total de bens e serviços e gastos de capital.

Fonte: IBGE.

As receitas apresentaram ao longo do período aumento de sua relevância de 3,9 pontos percentuais do PIB entre 2000 e 2015. Os gastos primários cresceram de forma mais proeminente, em 5,7 pontos percentuais do PIB no mesmo período. Adicionalmente, os gastos têm apresentado oscilações mais intensas, ano a ano, tanto em termos do PIB quanto em termos reais, como pode ser observado nos gráficos 59 e 60. Estes componentes possuem graus de correlação diferenciados em relação ao crescimento econômico, de 80% para as receitas totais e de 49% para os gastos primários. Neste sentido, o desempenho arrecadatário do governo está relacionado de modo mais forte às variações do nível de atividade econômica, enquanto os gastos possuem uma natureza com maior grau de autonomia em relação a este fator.

O início da década de 2000 apresenta primeiramente uma trajetória expansiva dos gastos em 2001 (variação positiva de 3,6 pontos percentuais do PIB, em relação às receitas, que subiram 2,6 pontos percentuais), seguida por uma fase de contração em 2002 e 2003 (redução 2,6 pontos percentuais do PIB superior à queda das receitas de 0,2 pontos percentuais), num cenário de baixo crescimento e de instabilidade externa (2,1% ao ano em média). Este período pode ser classificado como classicamente uma fase de ajustes com restrição de margens de manobra de política fiscal.

Entre 2004 e 2007, num contexto de aceleração do crescimento econômico (média de 4,7% ao ano), o comportamento dos gastos prosseguiu trajetória procíclica, com evolução dos gastos positiva de 3,3 pontos percentuais do PIB (média de 6,6% ao ano), ante alta de 0,5 pontos percentuais do PIB das receitas (média de 5,9% ao ano).

Os efeitos da crise financeira entre 2008 e 2009 sobre as receitas e gastos foram diferenciados nos dois anos. Em 2008, num quadro de crescimento ainda elevado (5,1% ao ano) houve alta das receitas totais em 0,2 pontos percentuais do PIB (5,5% ao ano). Os gastos primários apresentaram alta real de 2%, representando queda em relação ao PIB de 1,4 pontos percentuais do PIB. Em 2009, diante da forte queda de atividade econômica, para 0,1% negativo ao ano, as receitas totais se reduziram em 0,5 ponto percentual do PIB (1,2% anual), enquanto os gastos subiram 1,5 ponto percentual (3,0% anual). Os dados evidenciam a existência de um esforço anticíclico por parte do governo, principalmente em 2009, como destacado por Moreira e Soares (2010). Em 2010, a economia observou forte recuperação em relação ao ano anterior com crescimento do PIB de 7,5% anual. As receitas e gastos também evoluem

positivamente, mas em menor proporção (6,4% e 4,2%, respectivamente), contribuindo para uma queda em relação ao PIB (-0,5 e -1,5 pontos percentuais do PIB, respectivamente).

Em 2011, a economia prosseguiu em recuperação, num ritmo mais moderado que em 2010. As receitas totais aumentam 0,3 pontos percentuais do PIB no período (aumento real de 4,7% anual), e os gastos primários se reduziram em 0,7 pontos percentuais do PIB (aumento real de 2,5%). Como discutido por Dweck e Teixeira (2017), houve neste ano, uma mudança de orientação de política econômica em relação às políticas anticíclicas prevalentes até o ano anterior, conferindo menor ênfase à política fiscal em relação à política monetária, com um esforço de aumentar o saldo primário.

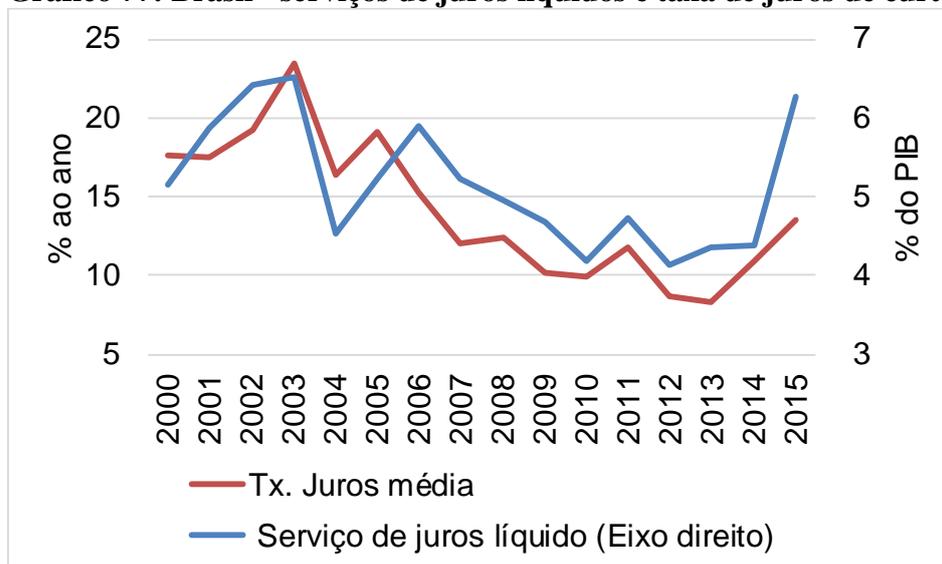
Entre 2012 e 2014, num quadro de deterioração das condições econômicas internacionais, houve nova mudança de orientação da política fiscal, que voltou a conferir um viés expansivo aos gastos públicos (Dweck e Teixeira, 2017). Os gastos primários se elevaram em 2,7 pontos percentuais do PIB no período (3,8% ao ano, em termos reais), num ritmo superior às receitas, que decresceram 1,0 ponto percentual do PIB (aumento de 1,1% anual), sendo 0,6 pontos percentuais somente em 2014 (queda de 0,8% no ano). Houve neste sentido, uma direção anticíclica para os gastos públicos, num cenário de desaceleração econômica, caracterizado por queda da arrecadação do governo.

Em 2015, houve nova guinada na política fiscal do governo, com vistas a um processo de consolidação fiscal. Houve no período queda dos gastos em 1,6%. Num quadro de forte contração economia, de 3,5%, as receitas também caíram, numa proporção semelhante, 1,5%. Neste sentido, pode-se afirmar que as medidas fiscais adotadas em 2015, com vistas a um ajustamento do suposto excesso de gastos dos anos anteriores, geraram um padrão fiscal eminentemente procíclico, com indícios de que tenha contribuído para a espiral negativa que se abateu sobre a economia.

Outro componente que contribui para a acentuação dos *deficits* fiscais é a conta de juros. Como evidenciado no gráfico 77, o serviço de juros líquido pago pelo governo entre 2000 e 2015, em valores de 2015, esteve positivamente correlacionado (76%) com a média anual das taxas de juros de curto prazo definidas pelo banco central. Períodos

em que ocorre elevação das taxas de juros estão associados com a deterioração da conta de juros, e por consequência, do saldo fiscal nominal.

Gráfico 77: Brasil - serviços de juros líquidos e taxa de juros de curto prazo.

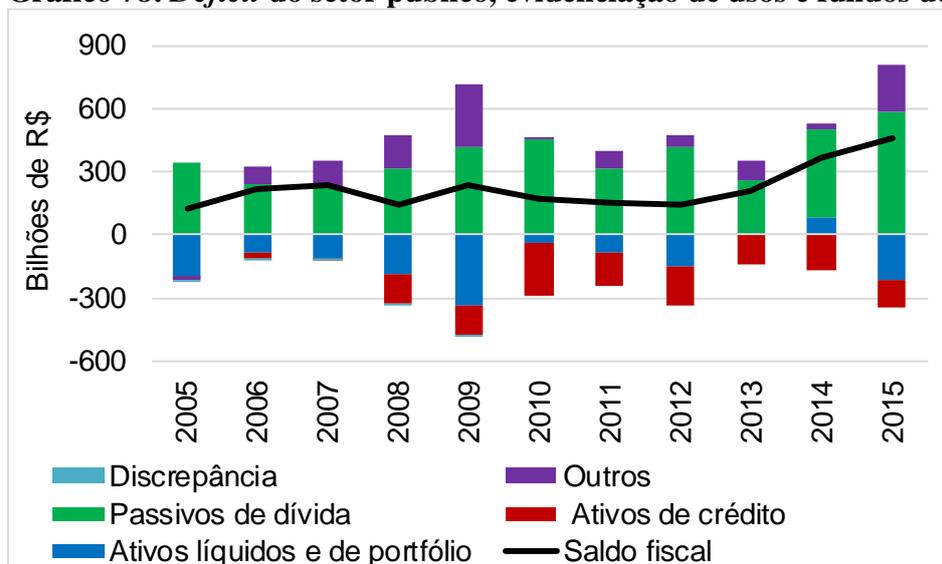


Serviços de juros líquidos calculados a partir dos valores líquidos nominais, como proporção do PIB. A taxa de juros de curto prazo corresponde à taxa de juros média no ano.

Fonte: Banco Central do Brasil; IBGE. Elaboração própria.

O financiamento das posições devedoras do governo tem sido efetivado principalmente por passivos de dívida. Outro ponto de destaque é a aquisição de ativos líquidos e de portfólio. Os dados são evidenciados no gráfico 78.

Gráfico 78: Deficit do setor público, evidenciação de usos e fundos de recursos.

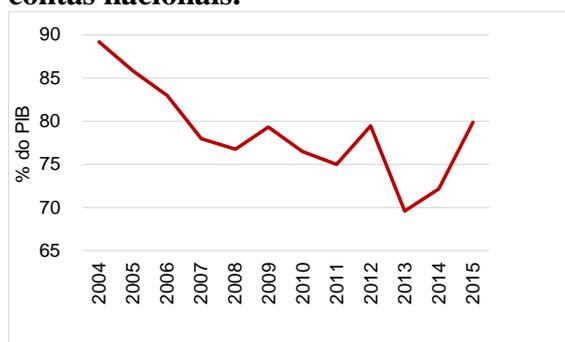


Fonte: IBGE. Elaboração própria

Do ponto de vista da estrutura patrimonial, tem havido uma tendência de redução da dívida total do governo nas últimas décadas, especialmente até 2013. Entre 2014 e 2015, há reversão da tendência, com o crescimento acumulado da dívida em 10

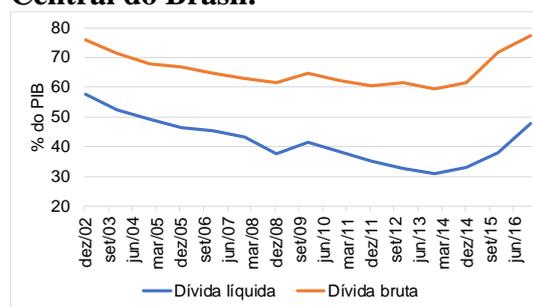
pontos percentuais do PIB, como evidenciado no gráfico 79. O gráfico 80, adicionalmente, evidencia os saldos de dívida bruta e líquida do governo consolidado, de acordo com dados do Banco Central do Brasil. Estes dados mostram uma tendência de deterioração da qualidade da dívida bruta desde o início de 2013, com a elevação dos saldos de dívida bruta total e de dívida líquida total como proporções do PIB, retornando aos níveis vigentes no período anterior ao ciclo expansivo de 2004 a 2008.

Gráfico 79: Brasil - passivos de dívida do governo, de acordo com sistema de contas nacionais.



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Gráfico 80: Brasil - dívida bruta do governo, conforme dados do Banco Central do Brasil.



Fontes: Banco Central do Brasil; IBGE. Elaboração própria.

e) Evidências gerais

Houve ao longo dos quinze anos em análise uma variação da capacidade dos setores, que se deveu principalmente à oscilação cíclica da economia brasileira e da forma como reagiu às mudanças na economia internacional.

Em linhas gerais, o ciclo expansivo entre meados de 2003 e meados de 2008 ocorreu concomitante a uma redução da necessidade de financiamento externo que favoreceu a expansão dos setores domésticos. O aumento da disponibilidade de crédito para os setores privados da economia esteve associado ao aumento da renda das famílias e da geração de caixa pelas empresas. A ação do governo foi facilitada neste período pela melhora de sua capacidade de arrecadação fiscal e pelo horizonte otimista prevalente, que contribuíram para um aumento dos gastos públicos.

O período de expansão a partir de 2010 possuiu uma natureza distinta. De um lado, a economia nacional elevou seus *deficits* externos, aumentando sua dependência de financiamento externo. De outro, o acúmulo de passivos por parte de setores altamente endividados nos períodos anteriores contribuiu para que a expansão se procedesse de forma menos intensa e suscetível a fragilidades. A desaceleração econômica nos últimos dois anos analisados, 2014 e 2015, teve ingredientes associados não somente à continuidade do cenário externo incerto, mas também elementos

associados ao elevado volume de dívidas por parte das empresas e famílias, baixa propensão ao risco por parte de instituições financeiras, dificuldade do governo em efetivar políticas anticíclicas de estímulo à economia em 2014, assim como a guinada procíclica dos gastos públicos em 2015.

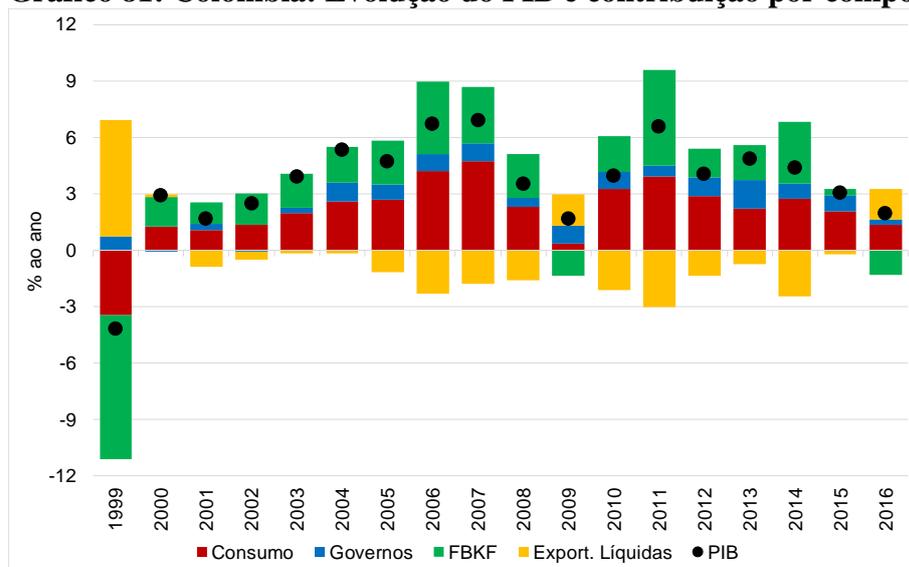
Houve melhora em indicadores de fragilidade externa desde o início da década passada. Porém, a manutenção do quadro de prostração econômica e falta de capacidade dos setores privados em adotarem posturas alavancadas, dificulta as possibilidades de um novo ciclo expansivo, pelo menos no curto prazo. Quanto ao setor público, a manutenção de posturas fiscais procíclicas durante as fases de expansão econômica dificulta sua capacidade de reação em períodos de crise, como elemento amortecedor da economia. Da mesma forma, a preferência por políticas de austeridade durante as fases reversivas não somente tem o poder de aprofundar o descenso econômico e a queda dos níveis de produto e emprego, como também pode ser fator que dificulta a retomada futura de uma ação do Estado como aspecto complementar ao processo econômico.

4.5.3.2. Colômbia

O cenário econômico para a Colômbia no início da década de 2000 pode ser caracterizado como uma fase de baixo crescimento e recuperação subsequente ao período de instabilidade prevaiente no final da década de 1990. A partir de 2003, a economia colombiana ganhou impulso até meados de 2008. A crise financeira internacional teve efeitos negativos, porém menos intensos que no Brasil e no Chile. Com desaceleração do PIB, que cresceu 1,6% em 2009, evitou uma recessão, diferentemente do ocorrido na maior parte das economias da América Latina e Caribe⁶⁷. A recuperação econômica nos anos subsequentes evidenciou-se consistente até meados de 2014, com taxas de crescimento superiores a 4% ao ano. O cenário a partir de 2015 sinaliza perspectivas de desaceleração das taxas de crescimento, num contexto de incerteza global crescente, como discutido nas seções anteriores. O gráfico 81 mostra o crescimento colombiano por componentes de gastos.

⁶⁷ De acordo com dados do *World Economic Outlook* (WEO), do FMI, das 32 economias da América Latina e Caribe, somente 12 tiveram crescimento econômico acima de zero em 2009. Na América do Sul, as economias foram Bolívia (3,4%), Colômbia (1,6%), Equador (0,6%), Peru (1,0%) e Uruguai (4,2%).

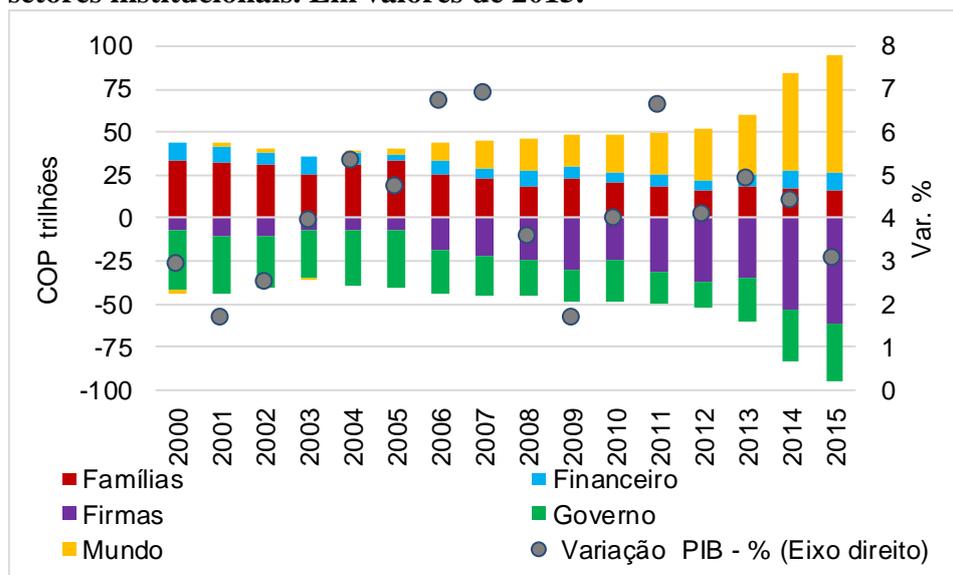
Gráfico 81: Colômbia: Evolução do PIB e contribuição por componentes de gasto*.



* Os dados de 2001 a 2016 foram calculados a preços constantes de 2005. Os dados de 1999 e 2000 foram encadeados com os dados a preços de 1993.

Fonte: Cepalstat. Elaboração própria

Gráfico 82: Colômbia: Capacidade de financiamento da economia, segregada por setores institucionais. Em valores de 2015.



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

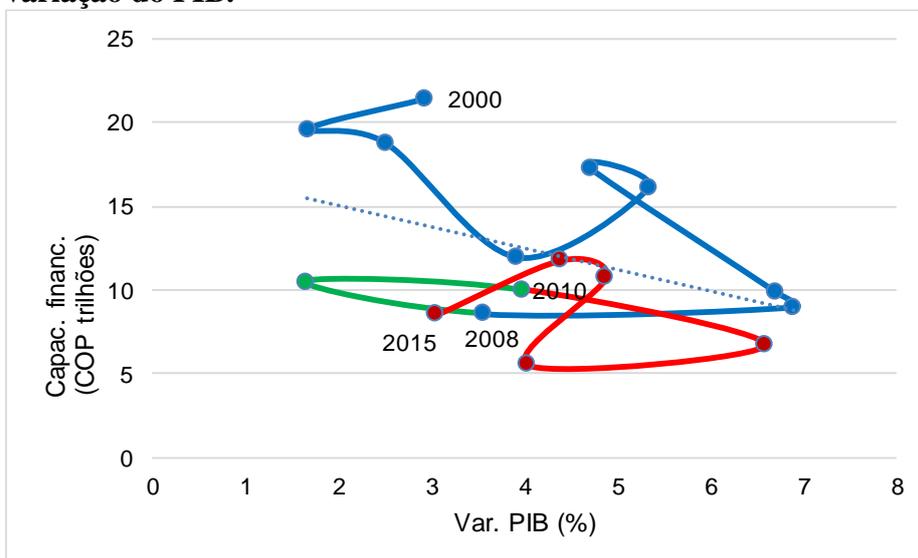
Fonte: DANE. Elaboração própria.

O gráfico 82 ilustra a evolução da necessidade de financiamento dos principais setores colombianos, conforme estatísticas das contas nacionais, fornecidas pelo DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estatísticas), em valores de 2015. Um ponto digno de nota é a tendência marcante de alargamento do *deficit* externo do país em relação ao resto do mundo a partir de meados de 2009. As empresas não financeiras, principalmente, aumentaram sua necessidade financeira ao longo do tempo, juntamente

com o governo. As famílias e o setor financeiro doméstico apresentam situação superavitária.

a) Famílias

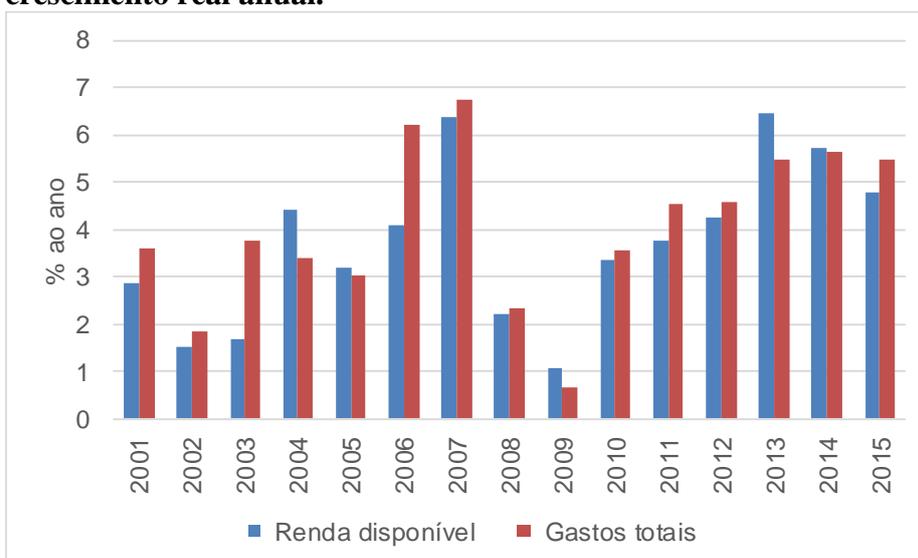
Gráfico 83: Colômbia: Capacidade financeira das famílias (valores de 2015) e variação do PIB.



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: DANE. Elaboração própria

O gráfico 83 evidencia a evolução da necessidade de financiamento das famílias da Colômbia em relação à variação do PIB entre 2000 e 2015. É possível perceber um padrão procíclico, em que taxas mais elevadas de crescimento estão associadas a níveis inferiores de capacidade de financiamento.

Gráfico 84: Colômbia: Rendimentos brutos e gastos totais das famílias. Taxa de crescimento real anual.

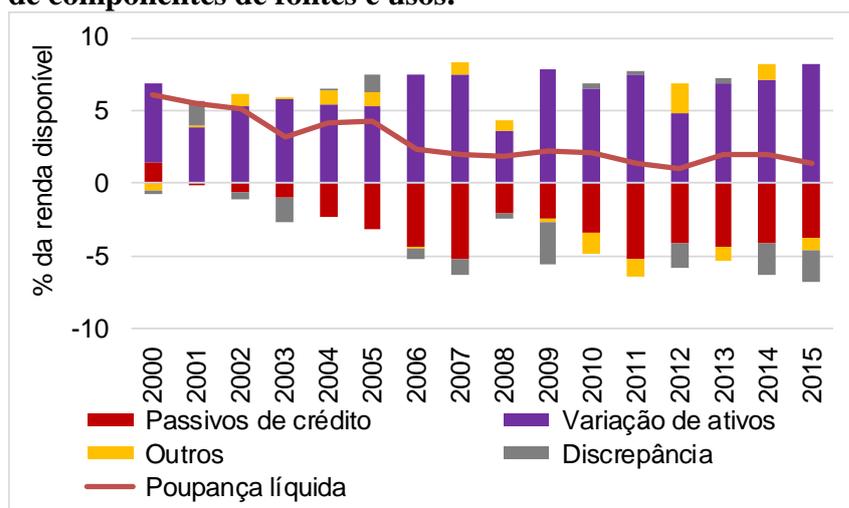


Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: DANE. Elaboração própria

O gráfico 84 decompõe a capacidade de financiamento por parte das famílias entre renda bruta e gastos. A partir de 2003 houve uma tendência de crescimento da renda, que permitiu uma elevação dos gastos, de forma mais moderada até 2005, e de forma mais intensa, superando o crescimento da renda entre 2006 e 2007.

Os efeitos da crise financeira internacional se fizeram sentir na Colômbia em 2008 de forma relativamente antecipada em relação a Brasil e Chile. Entretanto, o episódio não interrompeu a tendência de crescimento da renda e dos gastos, ainda que a taxas menores ao período anterior. A retomada da economia, a partir de 2010 favoreceu uma espiral expansiva dos gastos em ritmo superior à renda até 2012, contribuindo para uma redução da poupança líquida. Em 2015, há o esboço de um processo de desaceleração da economia, com uma redução relativa das taxas de crescimento dos gastos em relação à renda.

Gráfico 85: Capacidade de financiamento das famílias da Colômbia e contribuição de componentes de fontes e usos.

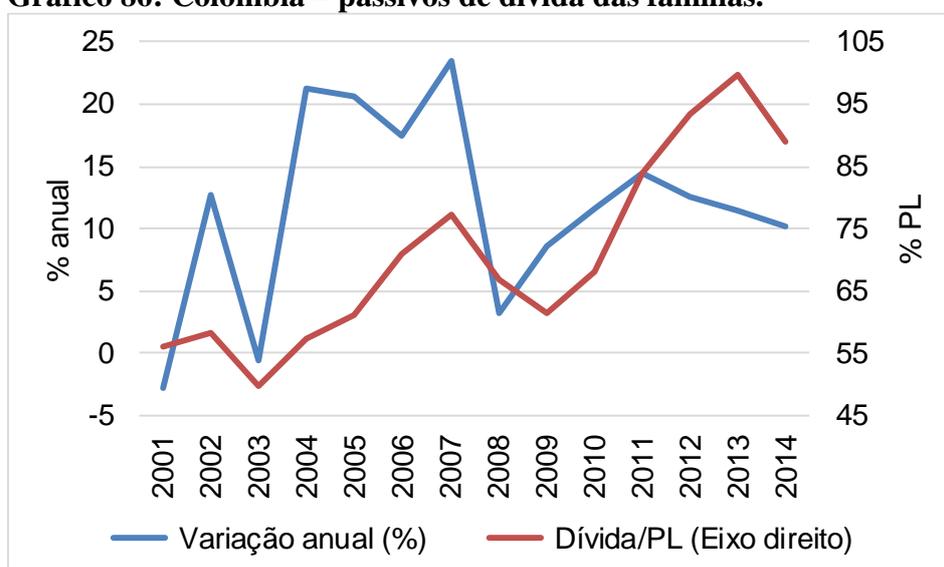


Fonte: Banco de la Republica. Elaboração própria.

O gráfico 85 mostra a composição dos usos e fontes decorrentes da capacidade de financiamento, como proporção dos gastos totais. Os usos de fundos aparecem com sinal positivo e as fontes com sinal negativo. A aquisição de novos ativos representou uma parcela relativamente estável da renda, em torno de 5%, até 2005, elevando-se nos anos seguintes para níveis próximos de 7%, com exceção de 2009, em que houve queda para 3,6%, que pode ser atribuída à crise financeira internacional. O acesso a passivos de crédito apresentou trajetória crescente no ciclo ascendente entre 2003 e 2007, de 1,0% para 5,2% da renda disponível. Em 2008 e 2009, como efeito da desaceleração econômica, houve redução para níveis próximos de 2% da renda disponível. Com a

recuperação econômica, a partir de 2010, aumentou novamente para níveis próximos de 4% da renda, mantendo-se relativamente estável até 2015.

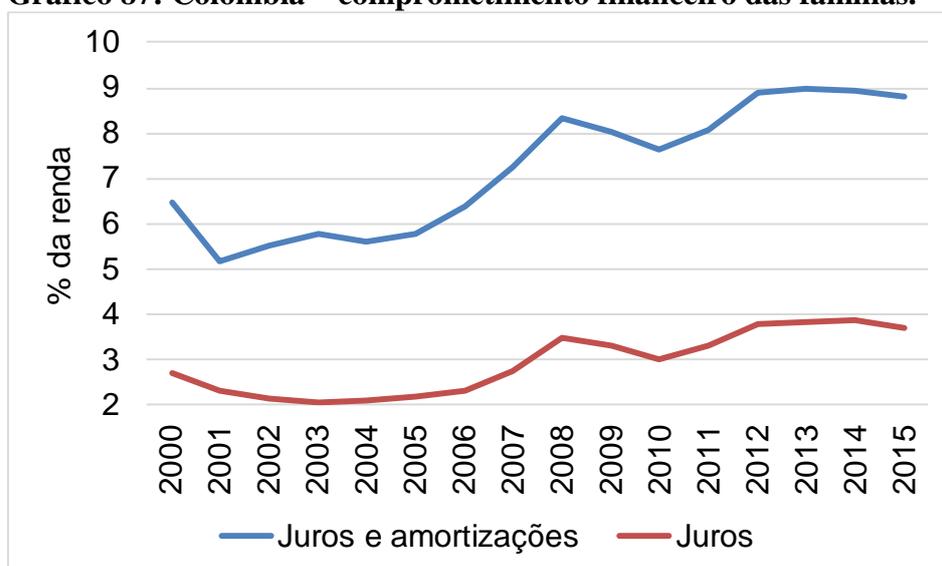
Gráfico 86: Colômbia – passivos de dívida das famílias.



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: Banco de la Republica. Elaboração própria

O gráfico 86 mostra a taxa de crescimento real do passivo total das famílias. No período de crescimento anterior à crise de 2008, a média de endividamento do setor se elevou, em termos absolutos reais e do patrimônio financeiro. Entre 2008 e 2009, é possível inferir uma tendência de desalavancagem, com a queda do indicador em relação ao patrimônio e moderação do crescimento do passivo total. A partir de 2010, houve retomada do endividamento do setor, num ritmo mais moderado que a fase anterior.

Gráfico 87: Colômbia – comprometimento financeiro das famílias.



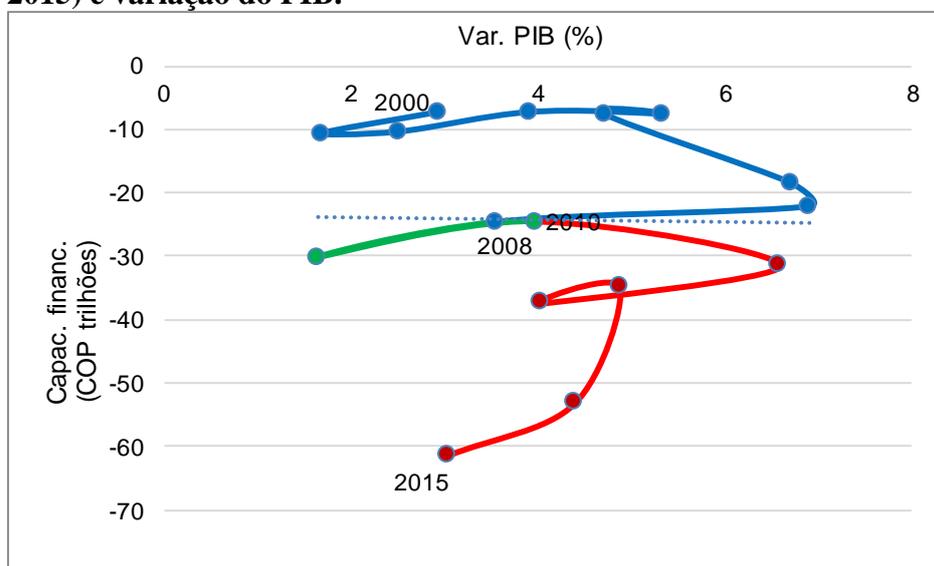
Fonte: Banco de la Republica. Elaboração própria.

O gráfico 87 mostra a evolução dos encargos da dívida das famílias. Houve tendência de crescimento principalmente antes da crise de 2008, como evolução de 5,2% da renda em 2001 para 8,3% da renda em 2008. Após este período, houve queda até 2010 (7,6% da renda), e nova alta entre 2011 e 2012, (8,9% da renda no último ano). Entre 2013 e 2015, o índice permaneceu praticamente inalterado, em níveis próximos aos de 2012.

Há indicações de uma diferença qualitativa nos períodos de crescimento anterior e posterior à crise. O aumento dos gastos dos consumidores na primeira fase teve como elementos de suporte uma evolução positiva dos níveis de renda e do endividamento, que se situavam inicialmente em níveis relativamente baixos. Já o período pós-crise teve como característica um dinamismo da renda inferior ao da fase pré-crise e um ponto de partida já elevado dos níveis endividamento e de comprometimento financeiro, havendo menor margem para crescimento. Neste aspecto, o processo de desaceleração econômica a partir de 2015 se procedeu num contexto em que a vulnerabilidade das famílias é maior que em 2009.

b) Empresas não financeiras.

Gráfico 88: Colômbia: Capacidade financeira das empresas financeiras (valores de 2015) e variação do PIB.



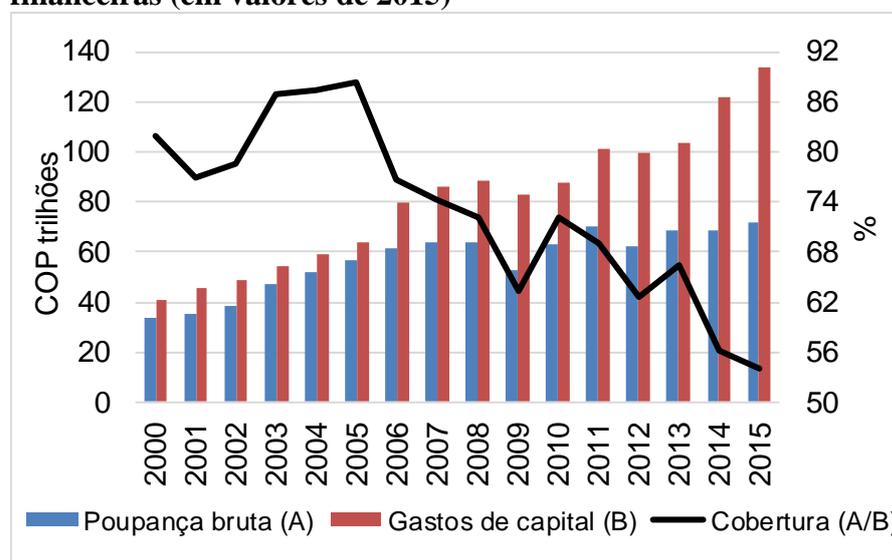
Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: DANE. Elaboração própria

O gráfico 88 expõe a relação entre a capacidade de financiamento das firmas e a variação do PIB entre 2000 e 2015, a preços de 2015. As empresas não financeiras têm apresentado posição líquida devedora, de modo crescente. De modo geral, seu nível

permaneceu estável entre 2000 e 2005 (média de COP 8,5 trilhões negativos), e iniciou tendência de alta progressiva nos entre 2006 e 2007 (necessidade de COP 22 trilhões no último ano), num cenário de aceleração do crescimento econômico. Com a crise financeira e a desaceleração do dinamismo econômico, houve ligeira elevação da necessidade de financiamento do setor, com média de COP 26 trilhões entre 2008 e 2010. Nos anos subsequentes, a necessidade financeira do setor seguiu trajetória de elevação, principalmente entre 2014 e 2015, alcançando COP 61 trilhões no último ano. Neste aspecto, tem havido aparente independência da evolução financeira do setor em relação às oscilações do PIB.

O gráfico 89 decompõe a capacidade de financiamento das empresas não financeiras em termos da poupança bruta e os gastos de capital, a preços de 2015. Os gastos de capital apresentaram trajetória ascendente desde o início da década de 2000 até 2008, alcançando COP 88 trilhões no último ano (14,7% do PIB). Em 2009 houve recuo para COP 82 trilhões (13,6% do PIB), com recuperação moderada em 2010 e mais intensa em 2011, quando atingiram COP 102 trilhões (14,9% do PIB). Entre 2012 e 2013 se mantiveram em níveis próximos aos de 2011, acelerando-se em 2014 e 2015, com nível de COP 133 trilhões no final do período (15,7% do PIB).

Gráfico 89: Colômbia: Poupança bruta e gastos de capital das empresas não financeiras (em valores de 2015)



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

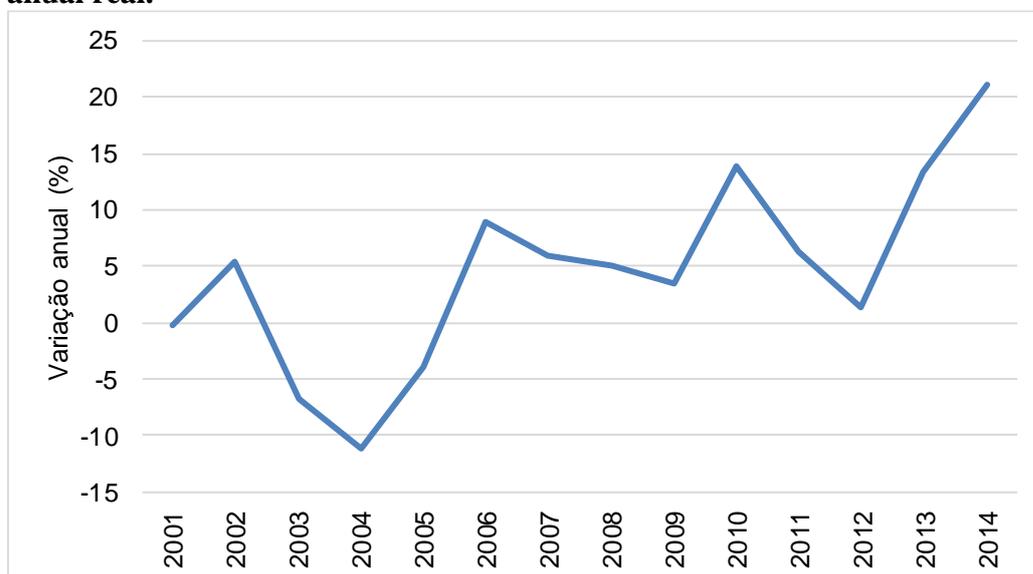
Fonte: DANE. Elaboração própria

Já a poupança bruta apresentou menor dinamismo. É possível perceber uma trajetória de crescimento em níveis próximos aos dos investimentos até 2005, com COP 56 trilhões e grau de cobertura dos investimentos de aproximadamente 88%. Em 2006 e

2007, seu nível seguiu em expansão, porém em menor ritmo que os investimentos (COP 64 trilhões em 2007, com grau de cobertura dos investimentos de 74%). Nos anos subsequentes, seu nível oscilou em níveis reais próximos aos de 2007 (média de COP 65 trilhões entre 2008 e 2015, com grau de cobertura de 54% dos investimentos no último ano).

A variação real dos passivos de dívida das empresas não financeiras da Colômbia segue no gráfico 90. É de se observar taxas de variação negativas entre 2003 e 2005. A partir de 2006, houve tendência de elevação, se acelerando principalmente em 2013 e 2014.

Gráfico 90: Colômbia - Passivos de crédito das empresas não financeiras. Variação anual real.

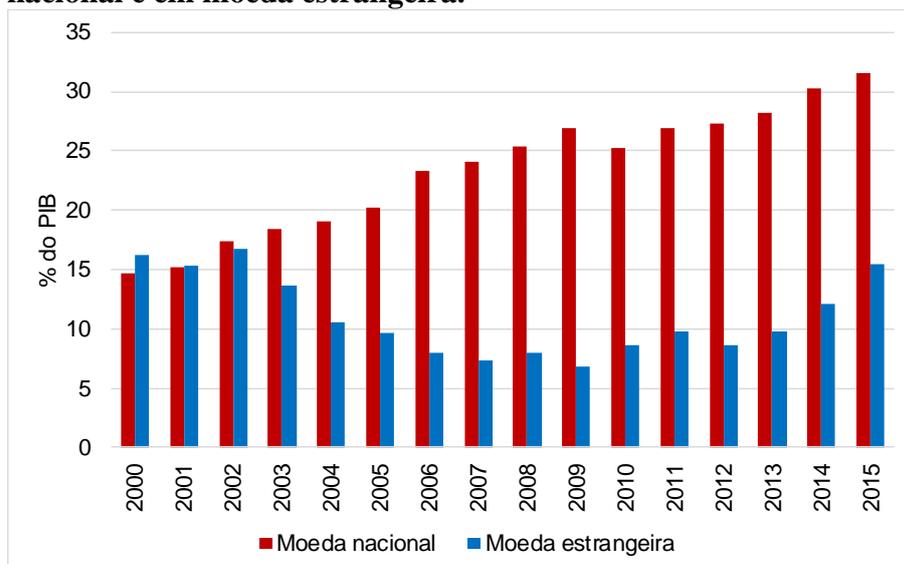


Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: Banco de la Republica. Elaboração própria

O gráfico 91 mostra a variação do endividamento total das empresas não financeiras de acordo divulgados pelo Banco de la Republica, em moeda nacional e em moeda estrangeira. O saldo em moeda nacional tem crescido de modo progressivo em relação ao PIB, de 2000 a 2015. Já os saldos em moeda estrangeira apresentaram tendência de queda a partir de 2003 até 2009, voltando a aumentar nos anos subsequentes, retornando em 2015 aos níveis do início da década de 2000.

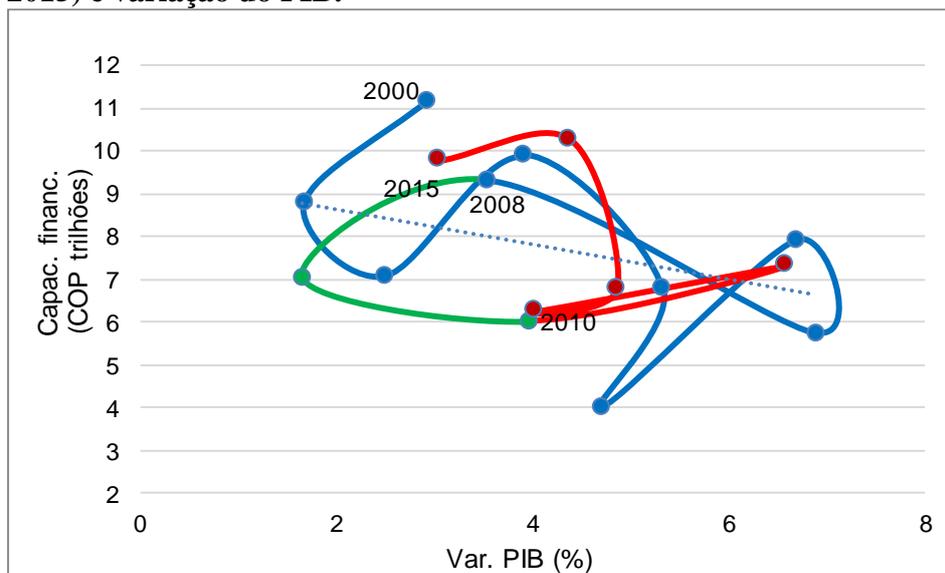
Gráfico 91: Endividamento das empresas não financeiras da Colômbia, em moeda nacional e em moeda estrangeira.



Fonte: Banco de la República. Relatório de Estabilidade Financeira (março/2017)

c) Empresas financeiras

Gráfico 92: Colômbia: Capacidade financeira das empresas financeiras (valores de 2015) e variação do PIB.



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

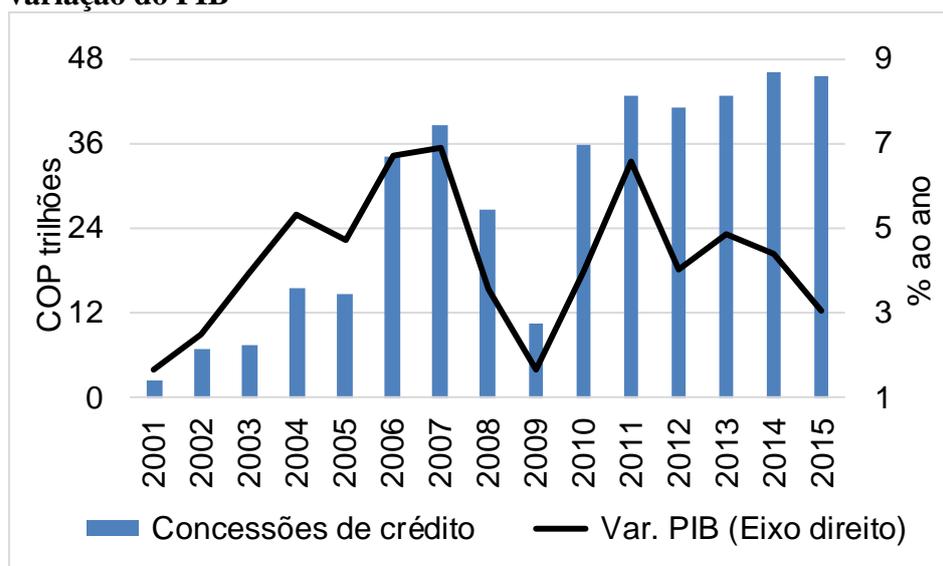
Fonte: DANE. Elaboração própria

O gráfico 92 evidencia a evolução da capacidade do setor financeiro da Colômbia em relação às variações do PIB entre 2000 e 2015, em preços constantes de 2015. O setor apresentou uma característica superavitária com tendência de redução de sua capacidade de financiamento nos períodos de maior crescimento.

Entre 2000 e 2003, a capacidade de financiamento do setor oscilou entre COP 7 trilhões e 11 trilhões, em valores reais⁶⁸, sem tendência definida. Com a aceleração do crescimento econômico entre 2004 e 2007, houve redução da capacidade de financiamento do setor (COP 4 trilhões em 2007). Este nível se elevou novamente diante do processo de desaceleração entre 2008 e 2009 (COP 9 trilhões no último ano), voltando a ser reduzido no processo de recuperação e a aumentar entre 2014 e 2015.

O gráfico 93 ilustra a variação dos ativos de crédito do sistema financeiro em relação ao crescimento da economia. É perceptível que até 2011, as variações dos dois componentes seguiram trajetórias relativamente sincronizadas, de alta até 2007, redução entre 2008 e 2009 e recuperação até 2011. Nos anos subsequentes, a despeito das variações dos ativos de crédito moderadamente positivas, ocorreu uma desaceleração da economia.

Gráfico 93: Concessões de crédito pelo sistema financeiro da Colômbia versus variação do PIB

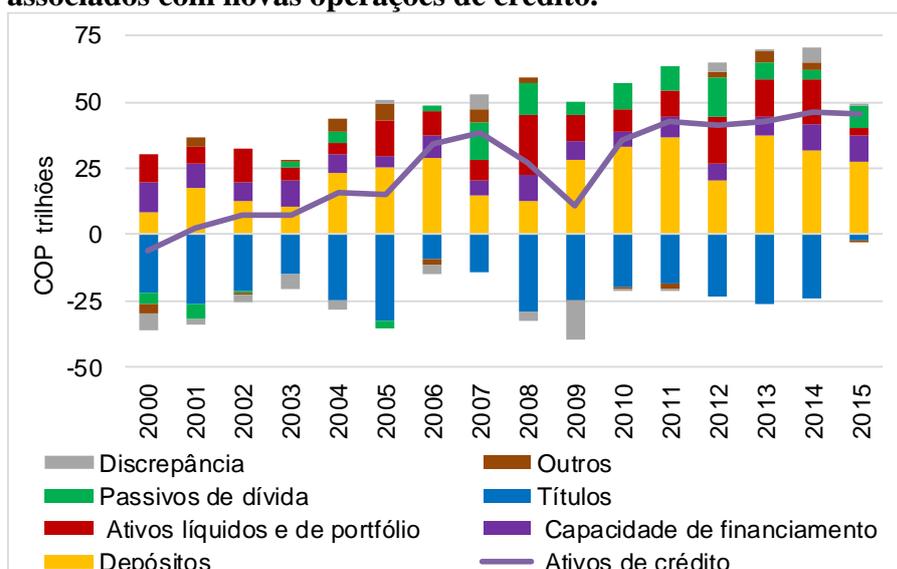


Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: DANE. Elaboração própria

O gráfico 94 expõe as fontes e usos associados com o fluxo de ativos de crédito. De modo geral, o grau de cobertura de operações de créditos por depósitos é superior a 100% na maior parte do período.

⁶⁸ Convertidos a preços de 2015, tendo como base o deflator implícito.

Gráfico 94: Colômbia– instituições financeiras: usos e fontes de recursos, associados com novas operações de crédito.

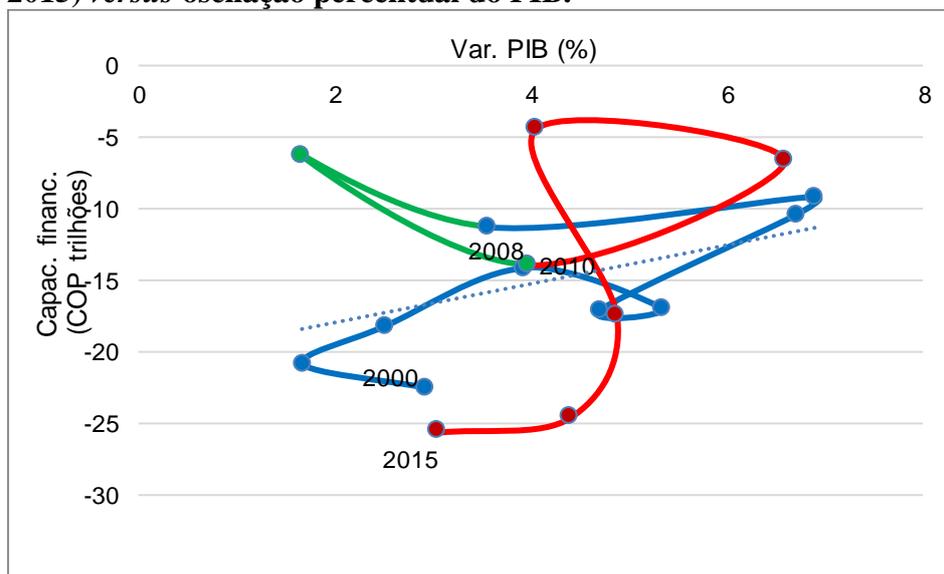


Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: Banco de la Republica. Elaboração própria

d) Governo

Gráfico 95: Colômbia: capacidade financeira do governo geral (em valores reais de 2015) versus oscilação percentual do PIB.



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: Banco de la Republica. Elaboração própria

A evolução das condições gerais de financiamento do governo colombiano é mostrada no gráfico 95. Há a tendência de que as necessidades de financiamento sejam maiores nos períodos de baixo dinamismo e menores nas fases de crescimento. Da mesma forma que o discutido para o caso do Brasil, a avaliação do comportamento cíclico do setor demanda a avaliação em separado de seus principais componentes.

A decomposição da capacidade de financiamento entre receitas e gastos primários evidencia uma tendência de crescimento da arrecadação e dos gastos totais, em ritmos diferenciados, tanto em relação ao PIB (gráfico 96) quanto em valores reais (gráfico 97). As oscilações das receitas em relação ao PIB possuem maior grau de estabilidade que os gastos primários. Há elevada correlação entre a variação do PIB e o crescimento real da arrecadação entre 2001 e 2015 (77%). Os gastos primários reais, embora também positivamente correlacionados apresentam um comportamento menos diretamente relacionado, com correlação de 45%.

Gráfico 96: Colômbia: Receitas* e gastos primários do governo geral, em % do PIB.**

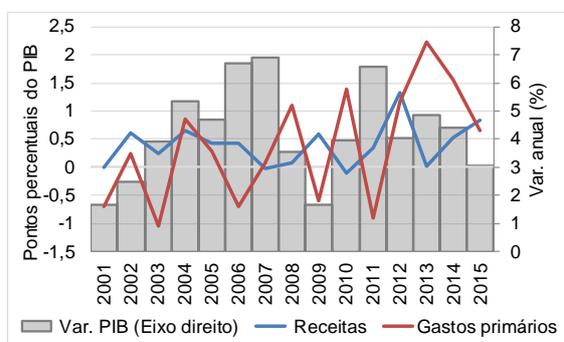
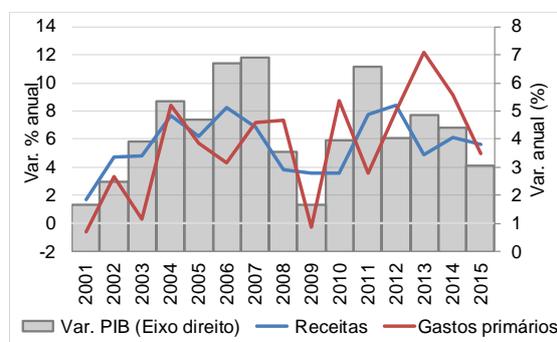


Gráfico 97: Colômbia: Receitas* e gastos primários do governo geral, em valores de 2015.**



* Inclui valor agregado do governo e receitas de impostos e contribuições.

** Inclui gastos com salários, rendas líquidas de propriedade (exceto juros), benefícios e transferências, consumo total de bens e serviços e gastos de capital.

Fonte: DANE. Elaboração própria

Em linhas gerais, há a percepção de uma postura fiscal expansiva nos períodos de crescimento, embora com diferenciações entre os períodos anterior e posterior à crise de 2008. No primeiro período, há uma característica de forte alta dos gastos, porém num percentual inferior ao das receitas, o que revela uma preocupação com um aperfeiçoamento dos saldos fiscais anuais. Já no período pós-crise, principalmente a partir de 2012, há uma natureza efetivamente procíclica, de aumento dos gastos superior às receitas e à taxa de crescimento econômico do período, num contexto de recuperação econômica. Este comportamento procíclico pode ser identificado também em 2015, diante de um cenário de desaceleração econômica e menor pujança dos gastos primários.

No intervalo entre 2004 e 2007, marcado por taxas de crescimento elevadas (média de 5,9% ao ano), os gastos primários apresentaram oscilação positiva superior ao

PIB (média de 6,4% ao ano), porém inferior ao crescimento das receitas totais (média de 7,2% ao ano). Neste sentido, houve uma postura expansiva dos gastos, porém dentro de um cenário que possibilitou uma redução dos déficits anuais. Neste sentido, embora não propriamente uma postura anticíclica, pode ser considerada dentro de uma lógica de melhora da posição financeira do governo.

Em 2008, os gastos primários se elevaram em 7,3%, em níveis superiores às receitas totais e à taxa de crescimento da economia, de 3,8% e 3,5%, respectivamente, denotando uma tendência de manutenção do ritmo expansivo anterior, porém com um caráter que pode ser considerado anticíclico, diante do nível de incerteza crescente advindo com a crise financeira internacional.

Entretanto, em 2009, auge da crise financeira, houve reversão da tendência anterior em relação aos gastos primários, que assumiram uma postura procíclica. Diante de uma desaceleração mais forte da economia em relação ao ano anterior (1,6% ao ano), houve contração moderada das saídas primárias de 0,3%, embora as receitas tenham sido mantidas em níveis ainda em expansão (3,6%). Neste sentido, a atuação da política fiscal durante a crise financeira internacional, na Colômbia teve sinais mistos, de início anticíclico, possivelmente como reflexo de uma postura inercial da trajetória expansiva anterior em 2008, e de um ajuste procíclico em 2009.

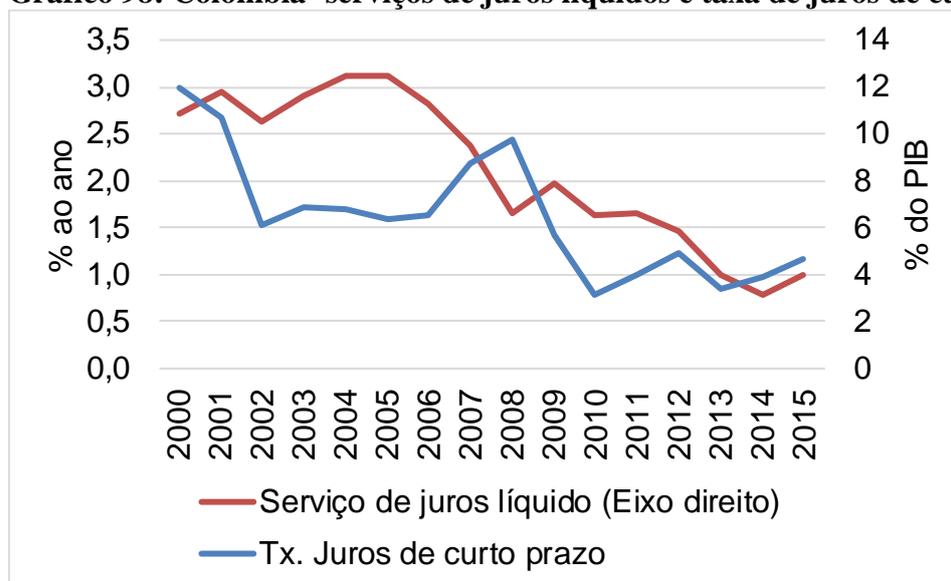
Os dois primeiros anos de recuperação, 2010 e 2011 seguiram com sinais ambivalentes. Em 2010, há indicações de uma postura anticíclica, com forte aumento dos gastos, em percentuais semelhantes aos do período pré-crise (8,8%), e alta das receitas (3,6%) em níveis próximos aos do crescimento da economia (3,9%), que apresentou sinais de recuperação em relação ao ano anterior. Já em 2011, diante de uma recuperação mais acentuada do PIB (6,6%), com reflexos positivos sobre as receitas, que cresceram 7,8%, a variação positiva dos gastos apresentou sinais de moderação em relação ao ano anterior, o que pode sinalizar uma postura cautelosa das autoridades fiscais em relação ao ritmo de expansão alcançado.

A partir de 2012, há sinais de uma característica procíclica por parte da política fiscal. Entre 2012 e 2014, receitas e gastos apresentaram trajetória de crescimento real superior ao PIB, com um ritmo mais intenso dos últimos (médias de 6,8% e 9,8% ao ano, respectivamente), num cenário expansivo, com crescimento médio 4,5% ao ano. Já

em 2015, em meio a um processo de desaceleração moderada (crescimento da economia de 3% ao ano), a evolução positiva das receitas e dos gastos foram inferiores às do período anterior (5,6% e 5,0% anuais, respectivamente). Neste último ano, de menor crescimento, ainda que dentro de uma trajetória expansiva em relação ao PIB, a trajetória dos gastos foi inferior à capacidade de arrecadação

Em relação à conta de juros, o saldo líquido tem sido negativo nos anos em análise, como no Brasil, embora a taxas inferiores e com menor representatividade em relação aos gastos totais (média de 4,4%, comparados com média de 10,0% no mesmo período para o Brasil). Da mesma forma que no Brasil, seu montante em proporção do PIB é positivamente correlacionado com a média das taxas de juros de curto prazo praticadas no país, em 59%. A informação é ilustrada no gráfico 98.

Gráfico 98: Colômbia- serviços de juros líquidos e taxa de juros de curto prazo.

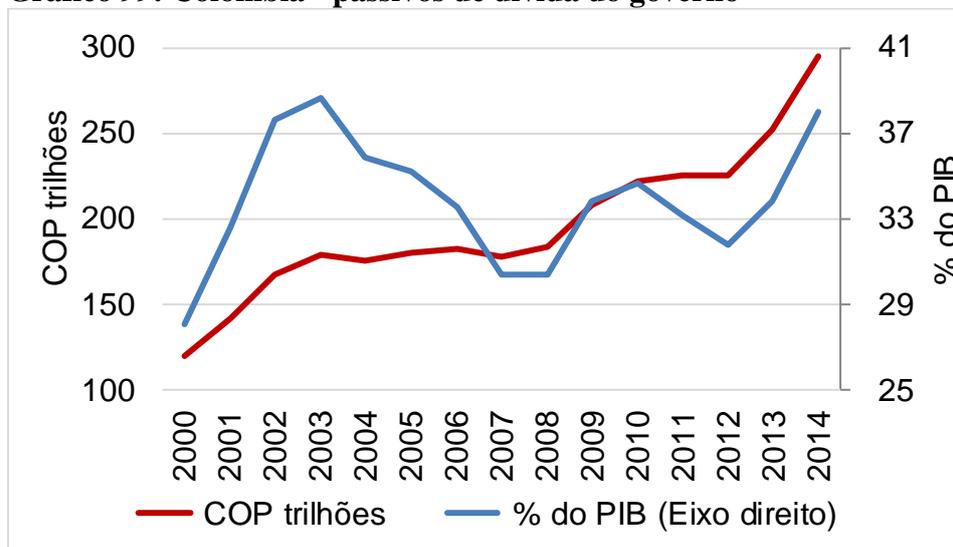


Serviços de juros líquidos calculados a partir dos valores líquidos nominais, como proporção do PIB.
 Taxas de juros calculadas a partir da média das taxas de juros diárias.
 Fonte: Banco de la Republica; DANE. Elaboração própria.

A evolução do endividamento do governo é ilustrada no gráfico 99. Tem havido crescimento dos passivos de dívida, em valores reais, principalmente no período de recuperação à crise financeira internacional e nos anos de desaceleração. Nos anos em que a trajetória da economia foi expansiva, a oscilação positiva do PIB mais que compensou a variação da dívida, contribuindo para uma queda da relação dívida/PIB. A queda das taxas de crescimento, combinada com uma trajetória fiscal mais deficitária a partir de 2012 é um fator que tem contribuído para que a dívida total do governo em

relação ao PIB tenha recrudescido próximo a níveis vigentes em aos níveis vigentes entre 2002 e 2003.

Gráfico 99: Colômbia - passivos de dívida do governo



Dados convertidos para valores de 2015, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: Banco de la Republica. Elaboração própria

e) Evidências gerais

Na oscilação cíclica da Colômbia entre 2000 e 2015 podem ser percebidas diferenças importantes em relação aos períodos de crescimento econômico anterior e posterior à crise financeira internacional.

O primeiro período foi favorecido por uma condição econômica favorável, em que o país logrou a redução de sua posição deficitária em conta-corrente entre o início da década de 2000 e 2007. A manutenção de posições fiscais expansivas por parte do governo neste período trouxe pouco efeito sobre a relação de endividamento em relação ao PIB, graças à manutenção de altas taxas de crescimento e à manutenção das variações dos gastos em níveis inferiores às das receitas. Do ponto de vista das empresas não financeiras, a manutenção de posições deficitárias se vinculava a um crescimento do nível de investimentos e da geração de fluxos de caixa positivos que contribuíam para uma relação estável de financiamento dos novos fluxos de investimento.

O cenário posterior à crise se caracterizou por uma forte recuperação inicial e por desaceleração nos períodos seguintes. Embora tenha sido possível a manutenção do nível de investimentos em níveis próximos aos vigentes anteriores à crise, nota-se uma menor capacidade por parte das firmas não financeiras em financiar suas operações com

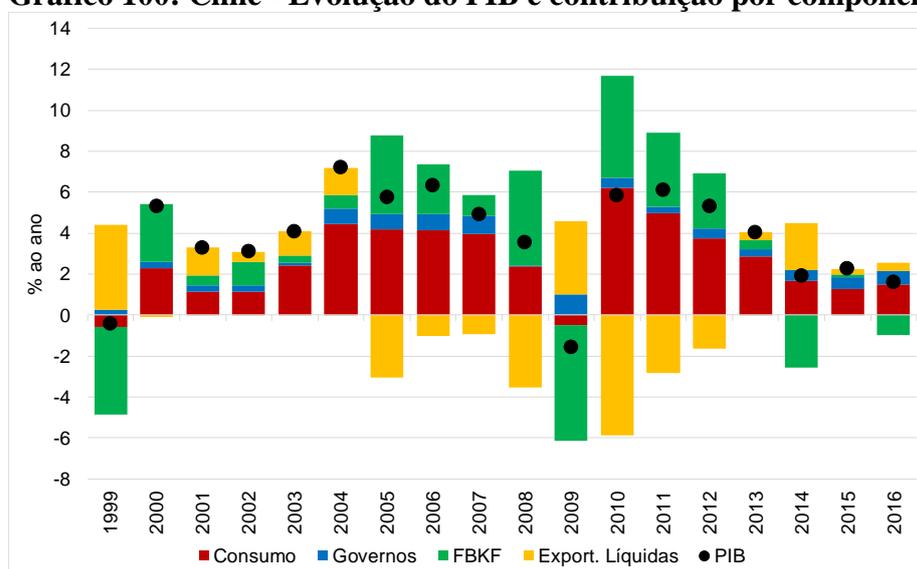
recursos advindos de suas próprias atividades, aumentando sua demanda por financiamento.

Do ponto de vista do governo, a manutenção posturas de gastos expansivas, num cenário de crescimento, porém em níveis inferiores ao evidenciado anteriormente à crise de 2008, e menor vigor arrecadatório tem proporcionado um crescimento da dívida próximo a níveis anteriores aos vigentes durante o *boom* de commodities. Este último ponto ressalta a relevância de manutenção de expedientes anticíclicos em fases de maior dinamismo como elemento de criação de *buffers* em períodos de menores níveis de atividade. A manutenção de expedientes procíclicos durante períodos de crescimento reduz a margem de manobra diante de episódios de reversão cíclica, embora deva ser reconhecida a importância dos gastos do governo como elementos de estímulo à renda.

4.5.3.3. Chile

O desempenho financeiro dos setores econômicos do Chile, de modo semelhante a Brasil e Colômbia, foi oscilante no decorrer das fases cíclicas. Como discutido anteriormente, podem ser definidos cinco fases bem definidas: baixo crescimento entre 2000 e 2002; ascensão cíclica entre 2003 e 2008; retração em 2009; recuperação entre 2010 e 2013; e perda de dinamismo a partir de 2014.

Gráfico 100: Chile - Evolução do PIB e contribuição por componentes de gasto.



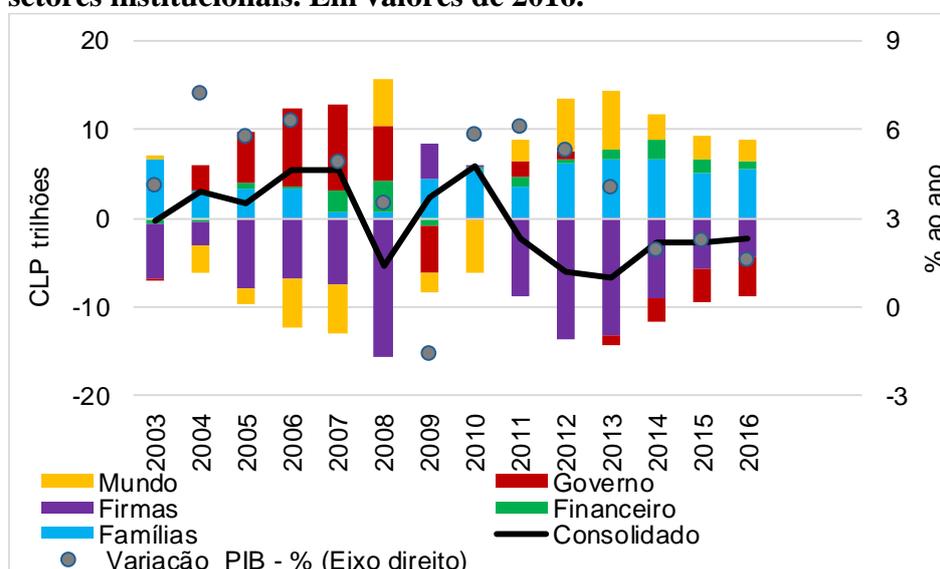
Fonte: Cepalstat. Elaboração própria

O gráfico 100 evidencia a evolução do PIB chileno, decomposto pela contribuição dos componentes de gastos. Nas fases expansivas de 2003-08 e 2010-13, o consumo das famílias foi o componente que contribuiu mais fortemente para o crescimento da economia, seguido da formação bruta de capital fixo. Os gastos do

governo tiveram relevância inferior e as exportações líquidas foram oscilantes entre contribuição positiva e negativa, em grande parte devido ao aumento das importações, a despeito da evolução positiva das exportações, principalmente no ciclo anterior à crise de 2008.

O gráfico 101 evidencia a evolução da capacidade de financiamento dos setores entre 2003 e 2016⁶⁹. O setor corporativo não financeiro tem assumido posições deficitárias de forma predominante. As famílias têm apresentado posição superavitária. O setor financeiro tem oscilado entre posições superavitárias e próximas da estabilidade. Já o governo e o setor externo têm oscilado entre posições positivas e negativas.

Gráfico 101: Chile: Capacidade de financiamento da economia, segregada por setores institucionais. Em valores de 2016.



Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

a) Famílias

O gráfico 102 evidencia a evolução da capacidade de financiamento das famílias do Chile *vis-à-vis* a variação do PIB. De modo geral, há elevada dispersão de dados no período como um todo.

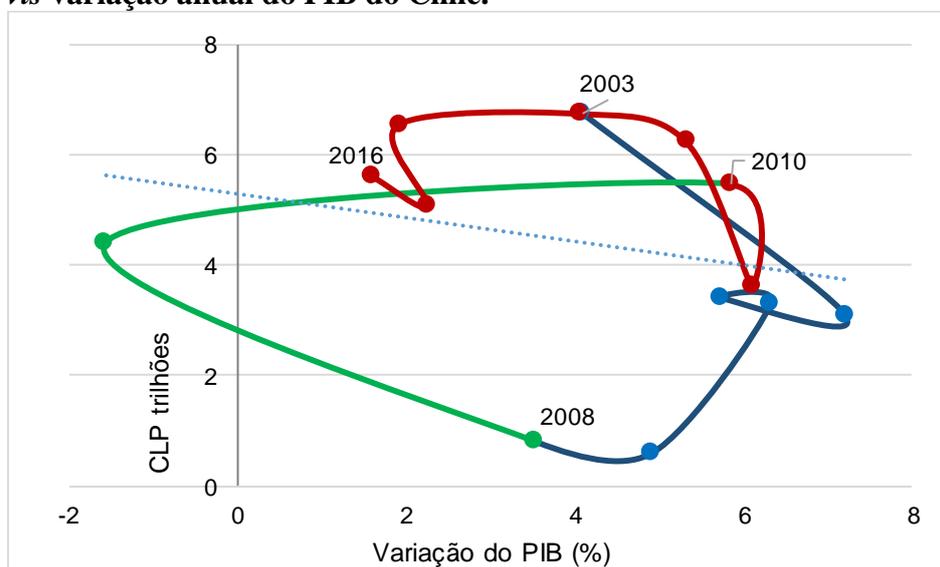
Entre 2003 e 2008, as taxas de crescimento foram superiores a 3,5% ao ano, e houve tendência de progressiva queda dos *superavits* reais por parte das famílias, de CLP 6,7 trilhões em 2003 para CLP 0,8 trilhões em 2008, calculado a preços de 2016. Em 2009, como consequência da crise financeira internacional, houve forte contração econômica (queda do PIB de 1,6% em 2009), conjugada com recomposição dos saldos

⁶⁹ A análise que se segue sobre o Chile tem como corte o período 2003-2016. O motivo para tal procedimento é a disponibilidade de dados do país, diferente da disponível para Brasil e Colômbia.

financeiros do setor, que se restabeleceram em CLP 4,4 trilhões. Este movimento de recomposição prosseguiu em 2010, apesar da recuperação das taxas de crescimento que ocorreu naquele ano (5,8%), com um nível de CLP 5,5 trilhões.

A continuidade do ciclo de recuperação econômica entre 2011 e 2013 se caracterizou pela manutenção de uma postura de aumento de posições superavitárias, que se situaram em CLP 6,8 trilhões em 2013, com a manutenção de taxas de crescimento superiores a 4% ao ano no intervalo. O processo de desaceleração econômica entre 2014 e 2016 pouco modificou o desempenho financeiro do setor, que apresentou capacidade de financiamento líquida média de CLP 5,8 trilhões no triênio.

Gráfico 102: Capacidade de financiamento das famílias em valores de 2016 vis-à-vis variação anual do PIB do Chile.



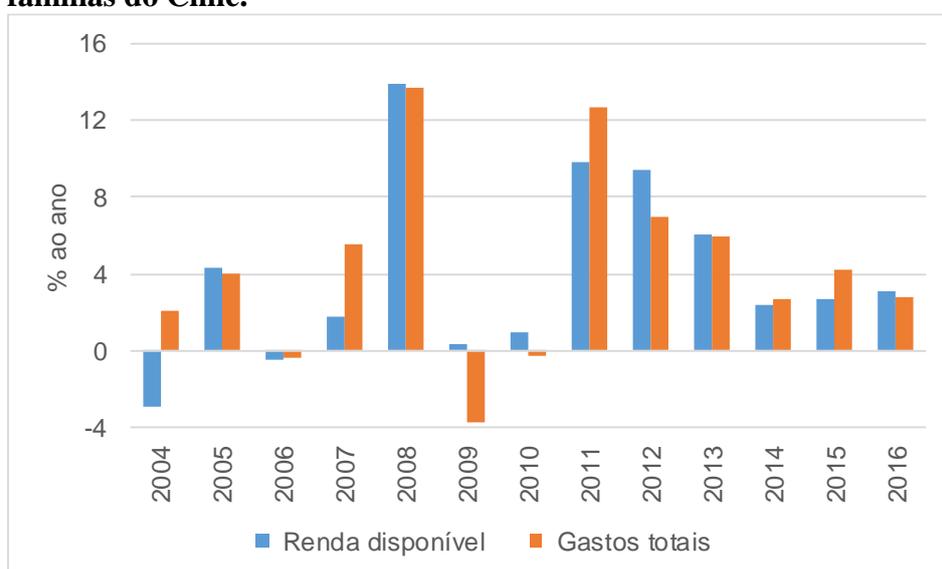
Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

Neste sentido, os ciclos de crescimento de 2003-08 e de crise em 2009 apresentaram uma característica tipicamente procíclica para as famílias. Já a fase seguinte de recuperação, entre 2010 e 2013, se caracterizou por uma postura que pode ser considerada anticíclica, sinalizando cautela em meio à retomada das taxas de crescimento. A partir de 2014, se observa uma aparente neutralidade.

O gráfico 103 expõe a variação anual da renda disponível e dos gastos totais das famílias chilenas entre 2004 e 2016. Se percebe um padrão diferenciado antes e após a crise de 2008. No primeiro período, a renda disponível cresce de forma irregular, oscilando entre níveis de crescimento positivos e negativos até 2007 e com forte alta em 2008, de 14%. Os gastos apresentaram comportamento semelhante à renda, porém crescendo em média a taxas mais elevadas, principalmente em 2007 e 2008.

Nos anos de 2009 e 2010, houve contração dos gastos totais concomitantemente a uma variação positiva modesta da renda, em média de 0,7% ao ano, contribuindo para um movimento de recomposição dos níveis reais de poupança. Entre 2011 e 2013, há crescimento da renda, a taxas decrescentes, de modo mais intenso que os gastos totais, sugerindo uma menor disposição a gastos por parte do setor, mesmo num cenário de crescimento médio do PIB superior a 4% ao ano. Entre 2014 e 2016, a renda e os gastos têm mantido crescimento médio relativamente estável, em torno de 2,8% e 3,3% respectivamente, sem alterar substancialmente a poupança líquida real das famílias.

Gráfico 103: Variação anual real da renda disponível e dos gastos totais das famílias do Chile.



Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

Fonte: Banco Central do Chile

O gráfico 104 mostra a contribuição dos diversos componentes de usos e fundos para o crescimento dos gastos totais das famílias. Parte majoritária da evolução dos gastos se relaciona a variações da renda disponível do setor, principalmente nos anos de 2008 e a partir de 2010. O acúmulo de passivos de crédito tem apresentado contribuição positiva para a oscilação dos gastos totais nos períodos em que estes crescem mais fortemente, como mostrado no gráfico 105.

Gráfico 104: Chile: Usos e fundos de recursos associados com a capacidade financeira das famílias

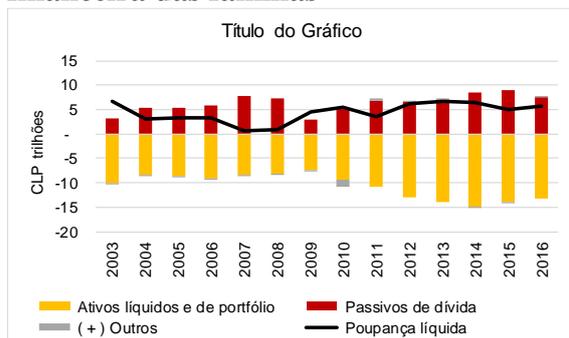
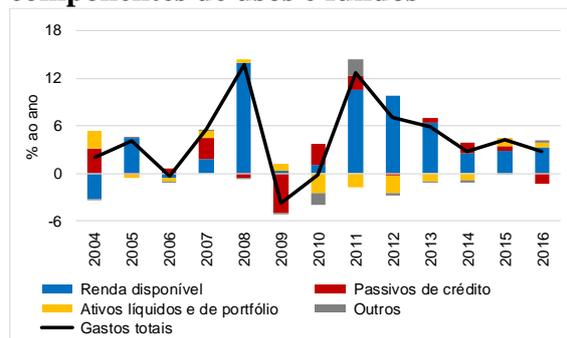


Gráfico 105: Variação dos gastos totais das famílias e contribuição de componentes de usos e fundos

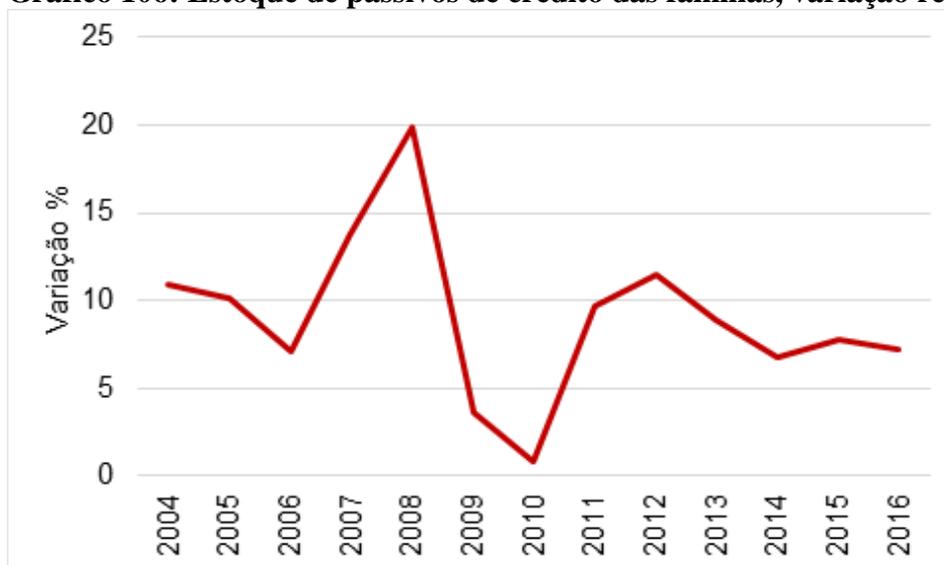


Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

O gráfico 106 ilustra a variação percentual real do estoque de passivos de crédito das famílias. O desempenho tem sido recorrentemente ascendente, com sua variação mais intensa nos períodos de crescimento econômico. No período posterior à crise, é possível perceber que as taxas de variação se mantiveram em níveis elevados, mesmo considerando o cenário de desaceleração da economia a partir de 2014 e de aumento dos *superavits* pelo setor.

Gráfico 106: Estoque de passivos de crédito das famílias, variação real.



Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

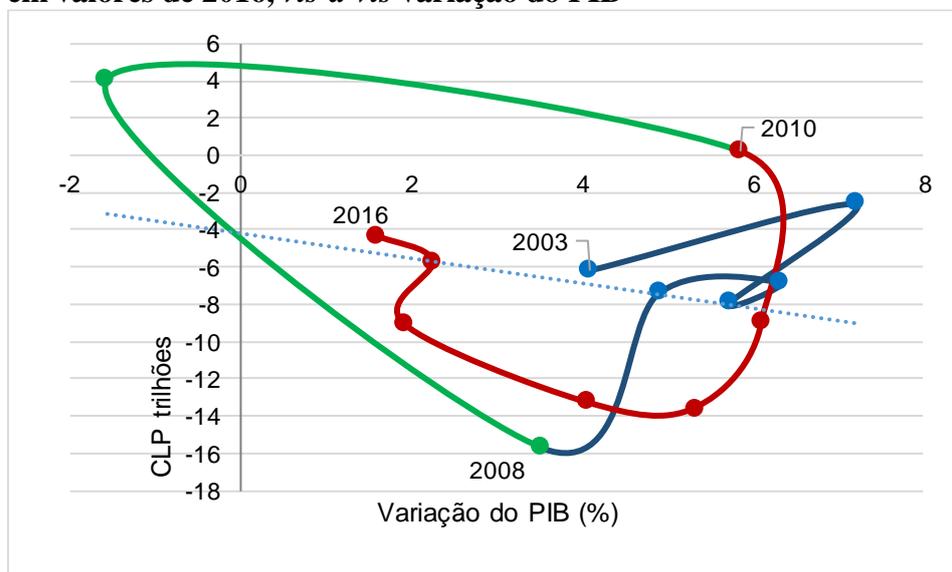
b) Empresas não financeiras

As empresas não financeiras têm sido o setor mais fortemente deficitário ao longo do período analisado no Chile

O gráfico 107 evidencia a evolução da capacidade de financiamento das empresas não financeiras chilenas, em valores reais, *vis-à-vis* a variação do PIB entre

2003 e 2016. Entre 2003 e 2008, há tendência progressiva de elevação da necessidade financeira, conjugada com taxas elevadas de crescimento do PIB, superiores a 3,5%, entre 2004 e 2008.

Gráfico 107: Chile - capacidade de financiamento das empresas não financeiras, em valores de 2016, vis-à-vis variação do PIB



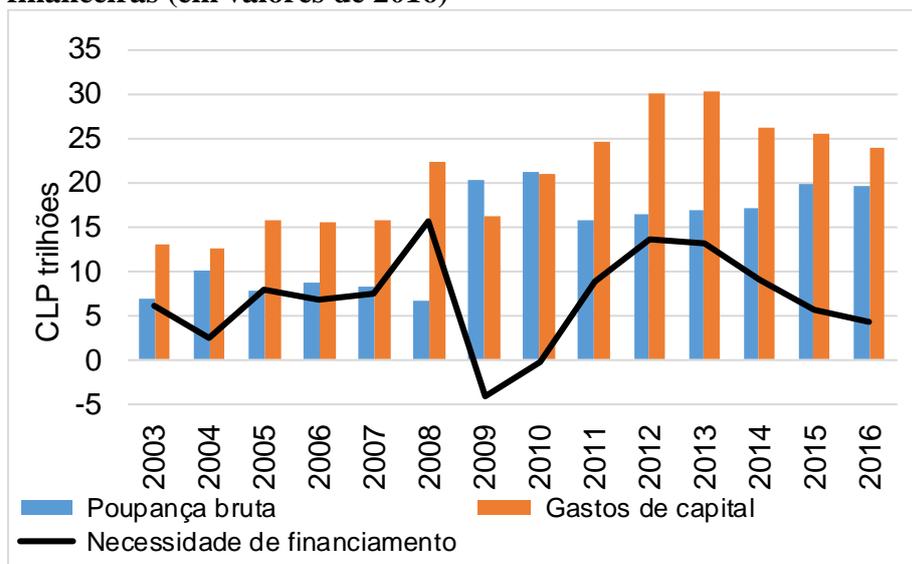
Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

Em 2009, há forte reversão, com *superavit* financeiro por parte do setor e taxa de crescimento do PIB negativo. Diante do processo de recuperação da economia, a partir de 2010, a capacidade de financiamento volta a registrar valores progressivamente negativos, evoluindo de CLP 4,0 trilhões em 2009, para CLP 0,2 trilhões em 2010 e CLP 13,2 trilhões negativos em 2013. Entre 2014 e 2016, num contexto de desaceleração econômica, o *deficit* financeiro do setor se reduz, alcançando CLP 4,3 trilhões em 2016.

Em linhas gerais, pode ser descrito um padrão majoritariamente procíclico para o desempenho financeiro líquido do setor, com a perspectiva de elevação de posições deficitárias nas fases de alto crescimento e de redução nas fases de desaceleração e retração.

O gráfico 108 decompõe a capacidade de financiamento das firmas entre as receitas provenientes de suas próprias atividades (poupança bruta) e os gastos de capital.

Gráfico 108: Chile: Poupança bruta e gastos de capital das empresas não financeiras (em valores de 2016)

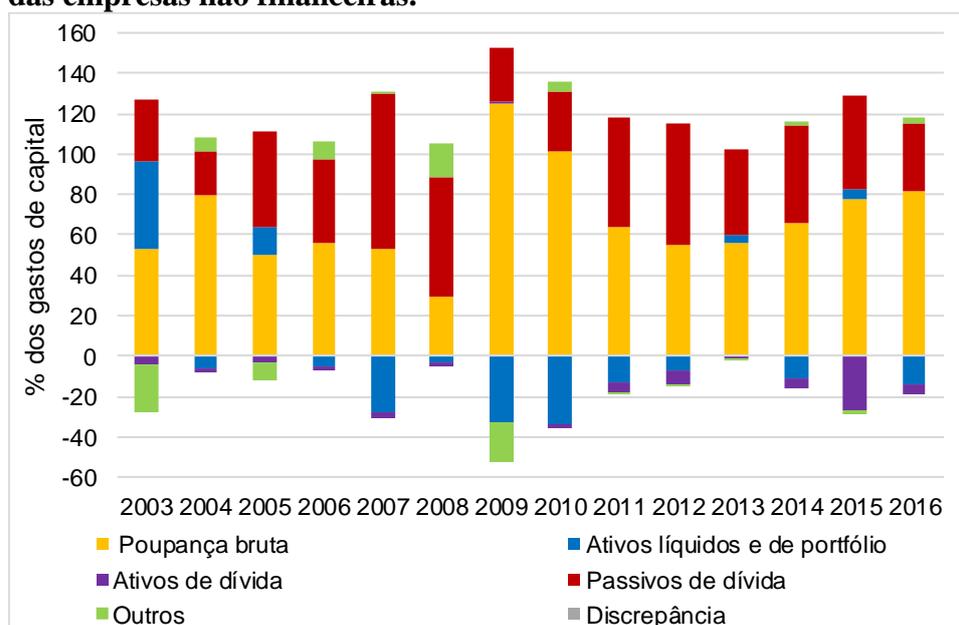


Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

Entre 2003 e 2008, a poupança bruta se manteve relativamente estável, em torno de CLP 8,0 trilhões, em valores de 2016. Já os gastos de capital, apresentaram tendência de alta, de um nível aproximado de CLP 13 trilhões entre 2003 e 2004 para CLP 22 trilhões em 2008. A queda da necessidade de financiamento em 2009 pode ser atribuída ao movimento de elevação da taxa de poupança⁷⁰ (CLP 6,6 trilhões em 2008 para CLP 20,2 trilhões em 2009) e à redução dos gastos de capital (aproximadamente CLP 22 trilhões em 2008 para CLP 16 trilhões em 2009, correspondente a 27%). Entre 2010 e 2012, o aumento da necessidade de financiamento se deve sobretudo à alta dos investimentos, que cresceram em média 22% ao ano, e uma variação da poupança bruta de aproximadamente 5% negativos. A partir de 2013, inicia-se uma tendência de elevação moderada da poupança bruta e de redução gradual de novos gastos de capital.

⁷⁰ De acordo com dados analíticos das contas nacionais, fornecidos pelo Banco Central do Chile, houve em 2009 redução da distribuição de lucros por parte das empresas não financeiras no ano, de CLP 25 bilhões para CLP 18 bilhões.

Gráfico 109: Chile: Usos e fundos de recursos associados com os gastos de capital das empresas não financeiras.



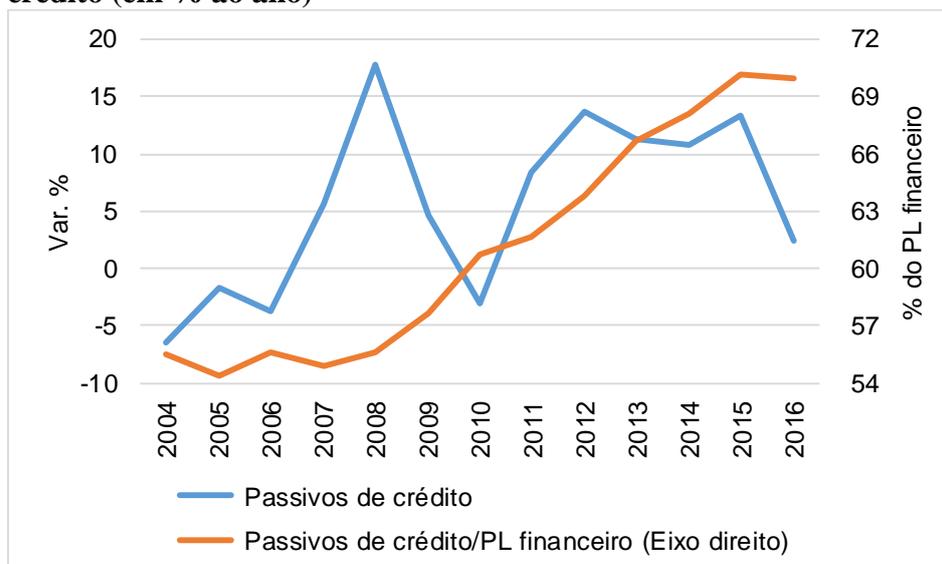
Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

O gráfico 109 evidencia a estrutura de usos e fundos das empresas não financeiras como proporção dos gastos de capital. Entre 2003 e 2008, é notável uma tendência de diminuição relevância da poupança bruta e ativos líquidos e aumento de importância dos passivos de crédito como fonte de financiamento dos gastos de capital. Em 2009, os gastos de capital são financiados principalmente a partir de recursos originados pelas próprias firmas, sugerindo uma situação de maior cautela. Entre 2010 e 2013, a tendência do ciclo de crescimento anterior se repete, com menor intensidade. A partir de 2014, há uma tendência de reversão, com a diminuição dos novos passivos de crédito e aumento relativo da poupança bruta e ativos líquidos.

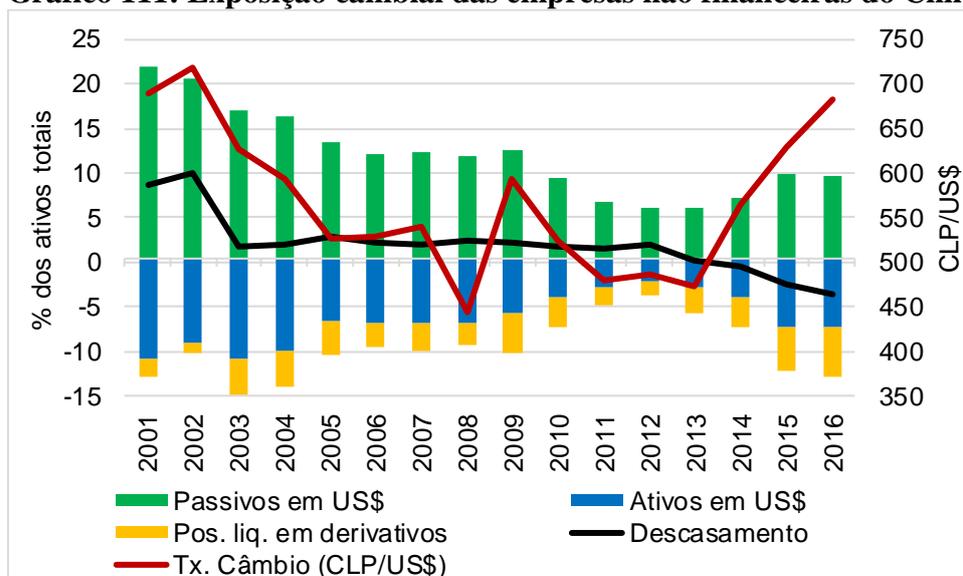
A evolução do endividamento das empresas não financeiras é expressa no gráfico 110. É possível perceber elevação continuada do endividamento das firmas não financeiras. A fase de crescimento entre 2003 e 2008 se caracterizou por dois momentos: uma tendência de moderada redução do passivo de crédito do setor, entre 2003 e 2006 (média de -4% ao ano), e por uma aceleração rápida até 2008 (média de 12% ao ano). Nos anos de 2009 e 2010 houve desaceleração no primeiro ano (crescimento de 5% dos passivos totais) e queda no segundo (-3% anual). Já no ciclo de recuperação econômica após 2010, observa-se uma trajetória de expansão continuada até 2015 (média de 11,5% ao ano). Em 2016, houve desaceleração para 2,4% anual.

Gráfico 110: Empresas não financeiras do Chile: Variação real dos passivos de crédito (em % ao ano)



Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

Gráfico 111: Exposição cambial das empresas não financeiras do Chile.



Nota: O descasamento foi calculado pelo Banco Central do Chile, como a diferença entre ativos e passivos em moeda estrangeira, menos a posição líquida em derivativos, em relação aos ativos totais. Não estão incluídas nas estatísticas empresas estatais, mineradoras e financeiras. A taxa de câmbio corresponde à taxa média do último mês do respectivo ano.

Fonte: Banco Central do Chile (Relatório de Estabilidade Financeira (1º semestre de 2017). Elaboração própria.

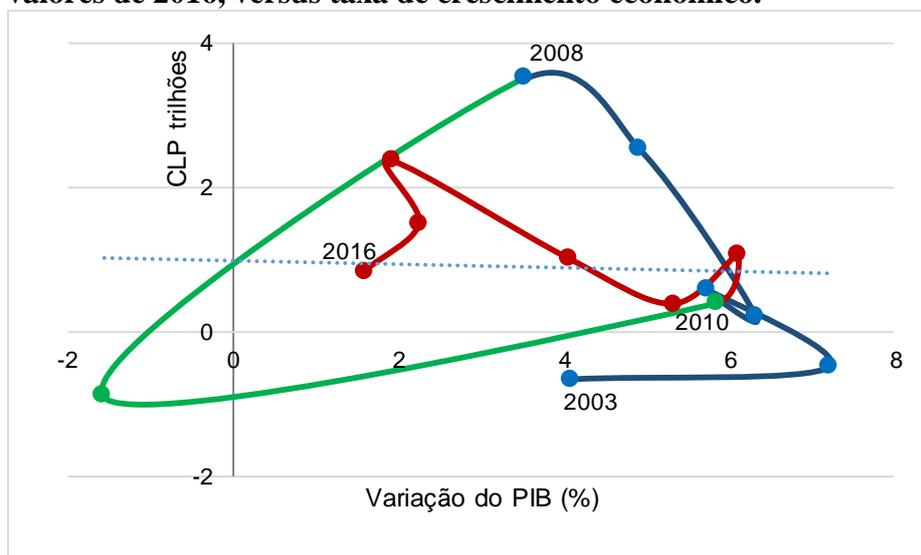
Outra informação interessante diz respeito à exposição das empresas não financeiras em moeda estrangeira, evidenciada no gráfico 111. O ciclo de crescimento econômico anterior à crise financeira se notabilizou por um nível de descasamento de moedas relativamente baixo para as empresas não financeiras chilenas, em torno de 2% de posições líquidas compradas entre 2003 e 2008. Esta posição praticamente não

sofreu alterações até 2012. A partir de 2013, houve reversão de sinal do descasamento, passando a apresentar posição líquida vendida. No final de 2015, a exposição líquida era vendida em 3,9% dos ativos.

c) Setor financeiro.

O gráfico 112 mostra a evolução da capacidade financeira do setor financeiro entre 2003 e 2016. Há uma característica procíclica em relação à capacidade financeira do setor, com tendência de redução à medida que as taxas de crescimento se ampliam. No período entre 2003 e 2008, houve crescimento contínuo do indicador, em termos reais, de CLP 600 bilhões negativos para CLP 3,5 trilhões positivos. Em 2009, a capacidade de financiamento reduziu de modo drástico para CLP 900 bilhões negativos, num contexto de recessão de 1,6% ao ano. Em 2010 e 2011, houve recuperação da capacidade financeira para um nível médio de CLP 730 bilhões. Entre 2012 e 2014, a economia reduziu seu ritmo de crescimento, e iniciou nova tendência de elevação da capacidade de financiamento do setor (CLP 2,4 em 2014). Entre 2015 e 2016, com o processo de desaceleração, a capacidade financeira se reduziu para uma média de CLP 1,2 trilhões.

Gráfico 112: capacidade de financiamento do sistema financeiro chileno, em valores de 2016, versus taxa de crescimento econômico.



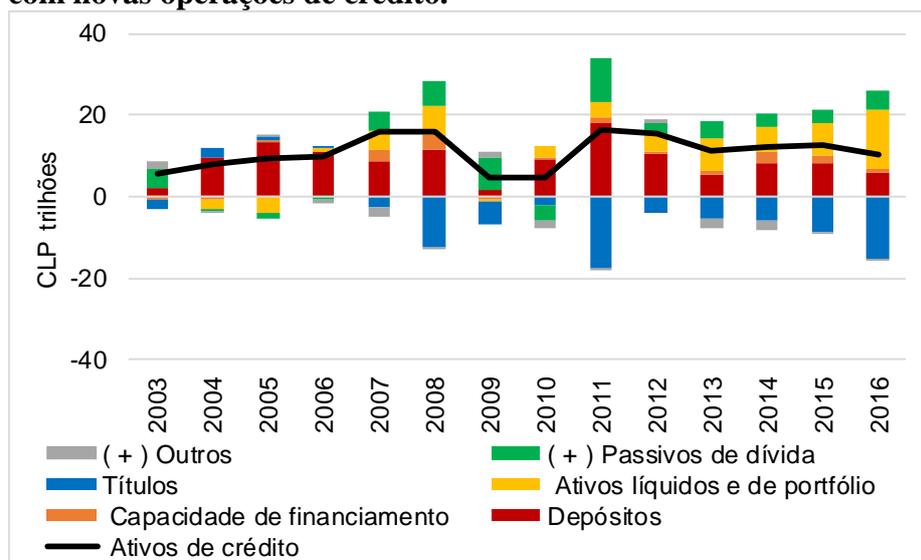
Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

O gráfico 113 ilustra para o período a evolução dos usos e fundos associados com a variação dos ativos de crédito das instituições financeiras. Nas fases de crescimento, houve uma tendência de ampliação dos balanços do sistema financeiro, com a perspectiva de elevação das operações de crédito. A aquisição de títulos públicos

também pode ser percebida como positivamente relacionada ao nível de atividade econômica. Em termos da cobertura das operações de crédito, entre 2004 e 2008, e entre 2010 e 2011, foi superior a 100% na maior parte dos anos. Nos outros períodos, foi inferior a 100%. De modo geral, a partir de 2012, o montante de novas concessões de crédito foi superior à soma dos novos depósitos e da capacidade de financiamento gerada no próprio ano.

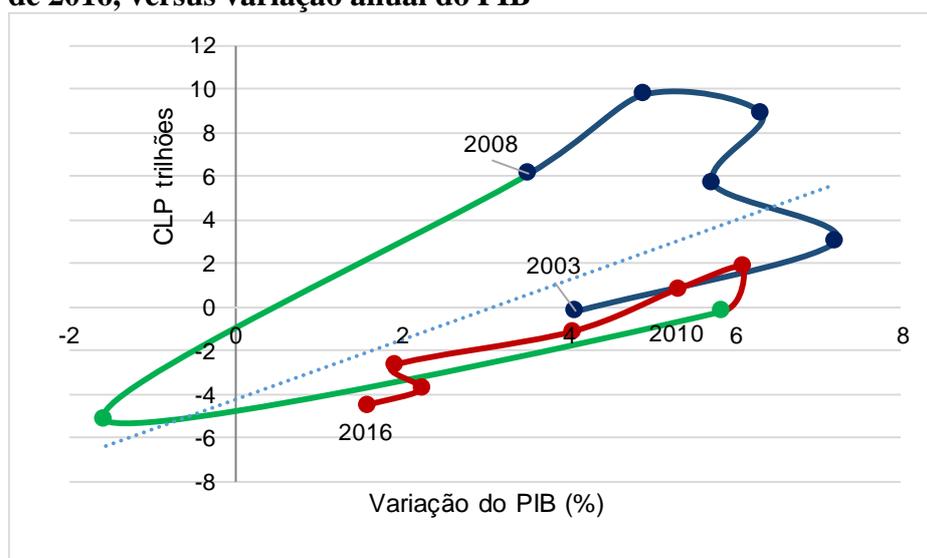
Gráfico 113: Chile – instituições financeiras: usos e fontes de recursos, associados com novas operações de crédito.



Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

d) Governo

Gráfico 114: Desempenho fiscal do governo do Chile, em CLP trilhões, em valores de 2016, versus variação anual do PIB



Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

O desempenho fiscal do governo chileno tem oscilado entre posições deficitárias e superavitárias, de modo diferente de Brasil e Colômbia, que têm apresentado *deficits* de modo mais consistente. Adicionalmente, o desempenho fiscal do país apresenta característica que pode ser definida como mais claramente anticíclica. O gráfico 114 expõe a evolução das necessidades líquidas de financiamento do governo do Chile, *vis-à-vis* a variação do PIB.

Gráfico 115: Receitas* e gastos primários do governo geral, em % do PIB.**

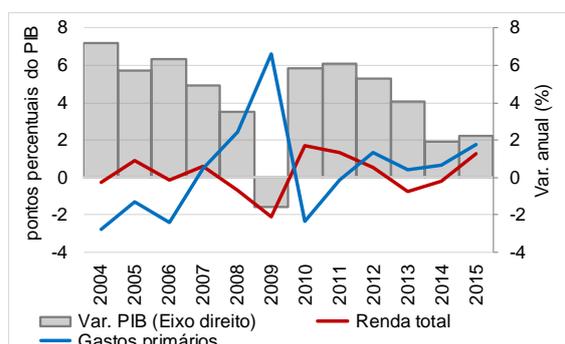
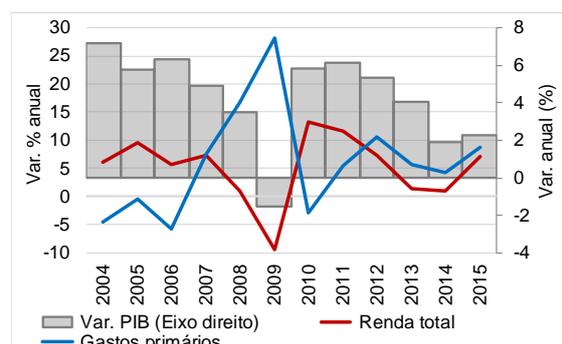


Gráfico 116: Receitas* e gastos primários do governo geral, em valores de 2015.**



Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.
Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

Os gráficos 115 e 116 mostram a decomposição do saldo fiscal primário do governo chileno entre receitas totais e gastos primários, em valores reais de 2016. É perceptível um padrão anticíclico em relação aos gastos primários. Há uma correlação positiva da variação do PIB com as variações das receitas totais, em percentuais do PIB (59%) e negativa para os as variações dos gastos primários, pela mesma métrica (-90%).

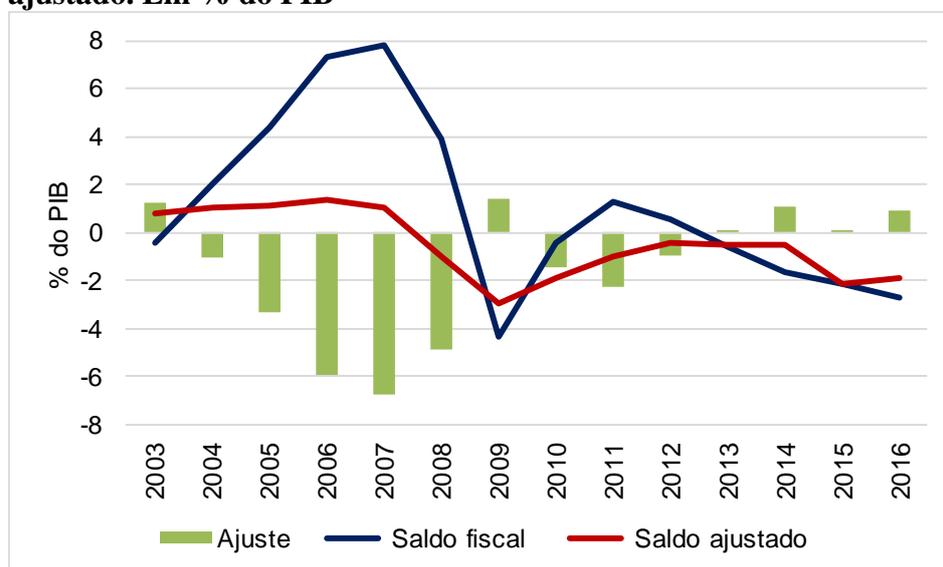
O comportamento dos gastos líquidos de juros do governo chileno tem sido negativo no período em análise, atingindo níveis próximos de zero, em percentuais do PIB. A conta é menos relevante do ponto de vista da estabilidade fiscal, que no Brasil e na Colômbia. Em parte, este fato pode ser atribuído ao desempenho fiscal do país, com posições superavitárias nos períodos de maior dinamismo tem possibilitado a acumulação de ativos, como os fundos soberanos, mencionados na seção anterior. Neste sentido, é interessante observar que o serviço de juros no país possui correlação negativa em relação às taxas de juros de curto prazo (-38%).

A característica anticíclica dos gastos públicos no Chile pode ser associada em grande parte à regra fiscal vigente no país desde 2001, baseada na adoção de metas de *deficit* público estruturais. Este mecanismo busca a definição de um horizonte de médio prazo como definidor dos objetivos da política fiscal, em detrimento de uma visão

puramente conjuntural. As receitas fiscais são ajustadas de acordo com o estado cíclico da economia⁷¹, servindo de base para o limite de gastos condizente com a meta estabelecida (Dipres, 2011). Em 2001, foi estabelecida a regra de *superavit* estrutural de 1% do PIB, tendo sido modificada para 0,5% do PIB em 2007, e para 0% em 2008. A partir de 2009, diante dos efeitos da crise financeira internacional e do terremoto que atingiu o país em 2010, houve flexibilização das regras, permitindo um crescimento dos *deficits*, com uma meta de convergência a um *deficit* de 1% do PIB em 2014.

Este tipo de regra contribui para que em períodos de bonança internacional do cobre, principal bem da pauta de exportação do país e elemento relevante para a arrecadação fiscal, haja mecanismos de controle dos gastos públicos e do estabelecimento de colchões anticíclicos. O gráfico 117 ilustra a divergência entre o saldo fiscal efetivo e o saldo fiscal estrutural ajustado, conforme dados do ministério da fazenda do Chile. A necessidade de manutenção de saldos estruturais dentro da meta definida, especialmente nos anos imediatamente anteriores à crise de 2008, contribuiu para a manutenção de um saldo fiscal efetivo de cerca de CLP 10 trilhões (em valores de 2016) no ano de 2007, correspondente a 7,8% do PIB.

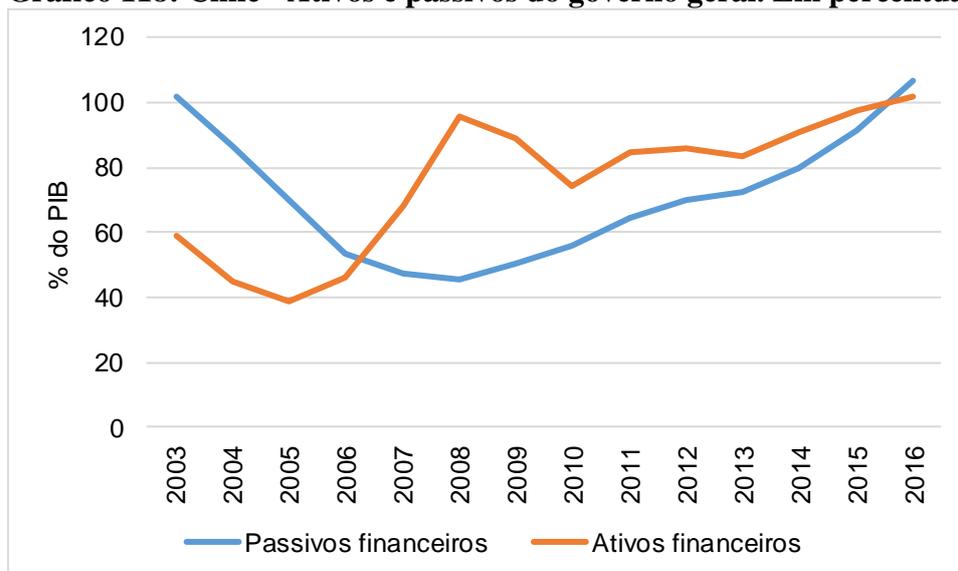
Gráfico 117: Saldo fiscal do governo central do Chile efetivo e saldo estrutural ajustado. Em % do PIB



Fonte: Ministério da Fazenda do Chile. Banco Central do Chile. Elaboração própria.

⁷¹ Os mecanismos de ajuste das receitas fiscais definidos pela regra fiscal são baseados em quatro elementos principais: nas rendas tributárias não associadas à mineração e nas provisões fiscais anuais ao sistema de saúde, que são ajustadas de acordo com as variações cíclicas do PIB em relação a sua tendência; sobre as receitas tributárias provenientes da estatal de cobre Codelco e empresas privadas de mineração, ajustadas principalmente em relação a variações conjunturais do preço do cobre.

Gráfico 118: Chile - Ativos e passivos do governo geral. Em percentual do PIB.



Dados convertidos para valores de 2016, tendo como base o deflator implícito do PIB.

Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria

Em relação à evolução dos passivos totais do governo, como ilustrado no gráfico 118, nos anos em que o governo manteve posições superavitárias, foi possível uma redução substantiva do total de suas dívidas financeiras, de cerca de 100% do PIB em 2003 para 45% do PIB em 2008, e a constituição de ativos, de cerca de 38% do PIB em 2005 para 95% do PIB em 2008. Este ponto contribuiu para que, mesmo com a mudança de cenário posterior à crise financeira de 2008 até 2016, ainda persista um cenário financeiro mais confortável que no início do período. Neste sentido, a consecução de uma política fiscal anticíclica no auge do *boom* das *commodities* entre 2004 e 2008 contribuiu para uma melhora da posição financeira do governo.

e) Considerações gerais

De modo semelhante a Brasil e Colômbia, podem ser observadas características diferenciadas no ciclo de expansão pós-crise no Chile, em relação à fase anterior. Por parte do setor privado, há a percepção de menor dinamismo e uma postura de maior cautela, com menor grau de alavancagem por parte das famílias e redução dos investimentos por parte das empresas não financeiras, combinada com aumento de seu endividamento.

A manutenção de mecanismos fiscais anticíclicos tem permitido ao governo maior capacidade de manejo sobre a economia durante fases de desaceleração e descenso. A constituição de *buffers* nos períodos de elevado crescimento econômico tem minimizado a dependência de fontes externas de financiamento e sua vulnerabilidade às oscilações aos fluxos globais de capital, contribuindo para que o

aumento dos gastos públicos exerça seu papel de garantir condições mínimas de demanda efetiva nestes períodos. A regra fiscal baseada em indicadores estruturais e sua flexibilidade de implementação contribuíram para que o governo do Chile tivesse capacidade de ampliar seus gastos durante a recessão de 2009, mesmo num quadro de queda acentuada de receitas, e de adotar uma postura de suporte à economia no período subsequente, por meio da incorrência em posições deficitárias e do uso de ativos acumulados previamente.

O ciclo de desaceleração desde 2014 ocorreu num cenário diferenciado em relação a 2009, quando havia menor nível de endividamento por parte do setor privado e maior capacidade de absorção de choques externos pelo governo, em virtude da poupança acumulada nos imediatamente anteriores de forte *superavit* fiscal. O

Entretanto, é de se observar que a duração prolongada da tendência de queda dos preços das *commodities* no período posterior à crise, e em especial a partir de 2014, num quadro de maior incerteza na economia global, tem contribuído para reduzir a capacidade de ação por parte do governo em empreender ações anticíclicas. Embora não seja o objetivo do trabalho fazer previsões sobre o futuro, é de se observar que um cenário de elevada dependência do setor externo cria limitações à ação de políticas públicas e de regulação, mesmo em cenários em que o Estado constitui políticas domésticas para suavizar os efeitos adversos de choques externos, como o caso chileno.

4.6. CONCLUSÃO

A intenção deste capítulo foi, a partir do referencial teórico apresentado nos capítulos anteriores, evidenciar aspectos empíricos referentes à conformação dos PEDs no sistema econômico internacional e analisar seu desempenho nas duas primeiras décadas deste século.

Como discutido nos capítulos anteriores, partindo de uma abordagem predominantemente pós-keynesiana e estruturalista, os fenômenos de crises financeiras são endógenos ao próprio funcionamento do sistema econômico, em decorrência da evolução das expectativas e do endividamento das unidades econômicas ao longo dos períodos de crescimento econômico. Num contexto de economias abertas e em desenvolvimento, são adicionados fatores ligados à posição assimétrica destes países no sistema econômico mundial, em relação à sua inserção comercial e produtiva, e à sua capacidade de financiamento externo.

A especialização produtiva em bens primários e de baixo teor tecnológico contribui para que seu dinamismo econômico seja ditado pela oscilação da demanda externa pelos produtos domésticos e por pressões de demanda doméstica por produtos importados. De um lado, o dinamismo vindo de fora exerce fatores de impulso, e de outro, os fatores domésticos exercem limitações ao crescimento, como sucintamente exposto pela relação conhecida como lei de Thirlwall (1979).

A despeito de efeitos positivos que as fontes de financiamento externo possuem para o financiamento de posições deficitárias, num contexto em que os sistemas financeiros domésticos são altamente liberalizados e interconectados, e de elevada hierarquia entre moedas e praças financeiras, a capacidade de atração de fluxos externos de capital por parte dos PEDs está associada mais às oscilações da liquidez externa e do grau de apetite ao risco por parte dos investidores externos, que à sua capacidade de demanda. Neste sentido, observa-se uma característica volátil e procíclica dos fluxos de capital, em relação aos ciclos nos países avançados. Como comentado por Kaminsky, Reinhart e Végh (2005), “*when it rains, it pours*”.

Analisando os ciclos econômicos para os principais PEDs desde o início deste século, em linhas gerais, podem ser percebidos dois ciclos de alta principais: o primeiro, entre meados de 2003 e meados de 2008, fortemente influenciado pelo modelo de crescimento com endividamento externo por parte dos EUA, baixas taxas de juros e elevada liquidez internacional; e o segundo, entre 2010 e meados de 2014, influenciado pelas políticas econômicas acomodatórias dos países avançados, empreendidas como resposta à crise financeira internacional. Como fatores associados a estes ciclos, foi relevante também o desempenho da economia chinesa e a evolução dos preços das *commodities* negociadas internacionalmente.

A forma como estes ciclos têm transbordado para os países da América do Sul, e para Brasil, Chile e Colômbia em particular, teve semelhanças importantes.

Em primeiro, em relação à forma de participação nos ciclos de crescimento global. Como discutido nas seções 4.2 e 4.3, houve uma tendência de intensificação do padrão de especialização produtiva, baseada nos setores ligados a produtos primários e à manufatura de baixa intensidade tecnológica. Este fenômeno contribuiu para acentuar a diferença em relação aos países avançados, cujas relações de comércio internacional estão majoritariamente ligadas aos setores de alta e média tecnologia, e com PEDs asiáticos, que têm intensificado sua participação em cadeias globais de valores.

Em segundo lugar, se beneficiaram do movimento de alta da demanda e dos preços das *commodities* internacionais. Este fato contribuiu para ganhos nos termos de troca e de volume de comércio, especialmente no ciclo anterior à crise financeira internacional. Um dos efeitos desta tendência foi uma maior capacidade de geração de divisas e a redução de sua vulnerabilidade externa. É notório, neste sentido, o avanço que Brasil, Chile e Colômbia obtiveram na redução de seus volumes de dívida externa bruta e no aumento de seus ativos externos, com destaque para a acumulação de reservas internacionais.

Em terceiro lugar, e associado aos demais pontos, o cenário de elevada liquidez externa beneficiou uma variação positiva dos fluxos de capitais para os PEDs. Diferentemente do cenário da década de 1990, houve um aumento da proporção de fluxos destinados a investimentos diretos, em comparação aos fluxos de portfólio e de empréstimos. Houve uma melhora em termos da composição dos fluxos e um elemento de reforço à capacidade de obtenção de divisas e acúmulo de ativos em moeda estrangeira. Um efeito adverso da fase de bonança foi sua influência sobre a taxa de câmbio e sobre o grau de endividamento externo dos setores privados domésticos, que se comportaram de modo procíclico.

Em quarto lugar, os setores privados domésticos dos países atuaram de modo procíclico, elevando seus níveis de necessidade de financiamento nos períodos de crescimento, contribuindo para uma expansão de seus níveis de endividamento.

Apesar de pontos comuns associados às fases de crescimento ao longo das duas últimas décadas, cabem ser enfatizadas divergências na forma com que os dois ciclos anterior e posterior à crise financeira internacional se manifestaram sobre os países. Enquanto o primeiro ciclo, entre meados de 2003 e de 2008, pode ser interpretado como um cenário de euforia, em que os ingressos de capital sobre os países eram baseados em expectativas de manutenção de uma trajetória de elevado crescimento global e dos países receptores, o segundo ciclo, de 2010 a meados de 2014, ocorreu num contexto em que, apesar das taxas de crescimento elevadas, havia maior grau de desconfiança, relacionada à sua manutenção dentro de um quadro de prostração nas economias avançadas, fragilidades remanescentes no sistema financeiro internacional e de níveis crescentes de endividamento dos setores domésticos dos países, em níveis historicamente elevados.

Estes elementos contribuem como reflexão a respeito de políticas de desenvolvimento, regulatórias e de gestão macroeconômica de PEDs.

Um primeiro ponto essencial e estrutural, diz respeito à forma de integração comercial e produtiva dos países em relação à economia internacional. Embora tenha havido benefício por parte dos países produtores de matérias-primas do cenário de bonança externa vivenciado no período anterior à crise financeira internacional, torna-se evidente que uma participação nos fluxos de comércio em setores de menor conteúdo tecnológico dificulta a internalização de progresso técnico e de valor agregado sobre o que é produzido internacionalmente.

Como discutido nas seções, 4.2. e 4.3, os setores em que o comércio internacional tem apresentado maior dinamismo têm sido os setores com maior conteúdo tecnológico, cujo elemento de diferenciação está associado mais à capacidade de desenvolvimento de tecnologias e de progresso técnico, que a vantagens comparativas estáticas associadas ao baixo custo ou disponibilidade de recursos naturais.

Neste sentido, contribui para reforçar a evidência sobre a necessidade de políticas de desenvolvimento, que contribuam com a capacidade de geração endógena de progresso técnico e de tecnologia associada aos modos de produção, como forma de ter uma participação mais equitativa e próxima dos polos dinâmicos da economia internacional, nos moldes discutidos por Fainzylber (1993).

Uma segunda questão se associada à capacidade limitada dos países em intervir sobre os fluxos de capital, num contexto de finanças desregulamentadas e de fortes assimetrias associadas à relevância das moedas e dos centros financeiros, como comentado por Prates (2004), Akyüs (2008) e Ocampo (2011). A elevada volatilidade dos fluxos de capital sobre os PEDs gera a necessidade de instrumentos de mitigação de variações abruptas e de efeitos procíclicos adversos associados aos preços dos ativos, ao endividamento dos setores domésticos e à taxa de câmbio. Como discutido por Ocampo (2011) o acúmulo de reservas internacionais tem permitido, aos países que adotaram este expediente, a redução da volatilidade dos fluxos de capital, tenham maior capacidade de gerenciamento de suas taxas de câmbio e a posse de fontes de liquidez em moeda estrangeira, possíveis de serem acionadas em períodos de restrição externa de divisas. Entretanto, este mecanismo não pode ser percebido como ferramenta única, devendo ser complementado com outras formas de gerenciamento de fluxos de capital.

Em terceiro lugar, do ponto de vista da ação governamental, é essencial que os governos tenham condições de atuação anticíclica, como forma de maximizar os níveis de produto e emprego, de modo sustentado, evitando os efeitos adversos de oscilações

cíclicas. Como discutido no capítulo 3, a despeito dos objetivos, podem ser percebidos mecanismos de incentivo que dificultam que os governos atuem efetivamente com um viés anticíclico. Este ponto é válido sobretudo para os PEDs, como discutido por Ocampo (2011). Como evidenciado na seção 4.5, é possível perceber que Brasil e Colômbia são típicos exemplo de tendências procíclica dos gastos fiscais. O caso do Chile se diferencia. A manutenção de uma regra fiscal flexível e associada a saldos estruturais tem permitido que o governo consiga acumular ativos nas fases de bonança, criando margens de atuação nos períodos de crise.

Em quarto lugar, podem ser citados elementos adicionais que contribuem para que o Estado tenha maior capacidade de ação, além propriamente dos expedientes de política fiscal. A tradicional pouca disposição ou capacidade por parte dos bancos privados em atuarem como agentes de financiamento de longo prazo nos PEDs cria empecilhos para o crescimento doméstico, da mesma forma que estimula a busca por fontes externas de financiamento. Nesta direção, podem ser considerados interessantes mecanismos que estimulem o financiamento de longo prazo nestes países. O exemplo do papel dos bancos públicos no Brasil é ilustrativo. Estas instituições não somente atuaram fortemente no auge da crise entre o final de 2008 e 2009, substituindo os bancos privados, como também contribuíram para a manutenção do crédito no período de recuperação do pós-crise a partir de 2010.

A inflexão da fase de recuperação cíclica entre meados de 2014 e de 2017, resultando numa desaceleração dos fluxos de capital, dos preços das matérias-primas e do desempenho econômico dos PEDs torna evidente que, a despeito dos avanços alcançados nas últimas duas décadas, em sua capacidade de absorver choques externos, ainda permanecem vulnerabilidades que decorrem da manutenção de sua condição dependente da demanda externa por matérias-primas e dos fluxos de capital, e dos efeitos que os ciclos recentes têm gerado sobre a dinâmica financeira dos setores privados.

A forma como o ciclo de recuperação se procedeu a partir de 2010, com o retorno do aumento do endividamento dos setores, sem que houvesse um lastro robusto em termos da capacidade de manter taxas continuadas de crescimento, contribuiu para o aumento de fragilidades, que podem se desenvolver na forma de instabilidade, caso permaneça o cenário global de baixo crescimento dos países avançados, desaceleração da China e desarticulação da liquidez externa abundante induzida pelos principais bancos centrais.

5. CONCLUSÃO

Elemento exótico numa área do conhecimento que prima pela existência de uma tendência natural ao equilíbrio, as crises financeiras são frequentes na história econômica mundial. Estes eventos têm sido presentes principalmente nos PEDs, como é possível perceber em inúmeros exemplos ao longo das últimas décadas, expostos em Gourinchas e Obstfeld (2011).

Os fenômenos de instabilidade financeira, em geral, são tratados na literatura econômica tradicional como decorrência de fragilidades específicas dos países, associadas a falhas de conduta por parte dos setores domésticos, provenientes da postura ativista por parte dos governos ou da exacerbação de assimetrias de informação associadas às operações de crédito, como comentado por Taylor (2001) e Canuto e Curado (2001).

Diferentemente, numa perspectiva heterodoxa, podem ser atribuídos elementos endógenos presentes no próprio crescimento das economias, como destacado por Minsky (1986), reforçados por características estruturais que exacerbam sua vulnerabilidade. São resultado de um processo em que os agentes privados, credores e devedores, são incentivados à adoção de posturas alavancadas nos ciclos de crescimento, corroborando para o surgimento de fragilidades.

Num contexto de economias abertas, a leitura de Minsky (1986) sobre a evolução da fragilidade financeira de uma economia possui graus adicionais de complexidade.

Do ponto de vista da vulnerabilidade externa de uma economia em relação ao resto do mundo, sua capacidade de geração de divisas, por meio dos fluxos de comércio, é determinante para sua condição financeira. Partindo de uma visão estruturalista, podem ser identificadas assimetrias produtivas e no padrão de consumo dos PEDs, que criam menor capacidade de geração endógena de progresso técnico (Prebisch, 1949; Fainzylber, 1993). Períodos de enfraquecimento da demanda externa, ou de crescimento da demanda doméstica por produtos importados além de certo nível, criam a tendência a posições deficitárias de conta-corrente, gerando situações tipicamente especulativas ou *Ponzi*, na terminologia *minskyana*.

Outro ponto se relaciona aos impulsos das fontes de financiamento externo, geralmente mais associados às oscilações das expectativas nas matrizes dos agentes credores. Dada a assimetria existente nos sistemas monetário e financeiro internacionais, os movimentos dos fluxos de capitais para os PEDs possuem uma característica volátil e procíclica em relação aos ciclos de liquidez e ao grau de aversão a riscos prevalente nos países avançados (Prates, 2004; Akyüs, 2008; Griffith-Jones, Kregel e Ocampo, 2007). Neste sentido, são mais relacionados com fatores de oferta, dados pela estratégia de alocação de capital e de investimentos por parte dos agentes credores externos, que ao atendimento das necessidades de financiamento dos países devedores.

Podem ser identificados mecanismos de incentivo que operam de modo procíclico sobre os setores domésticos. O setor privado, guiado pela busca de lucros extraordinários, é levado à tomada de decisões arriscadas. Num cenário expansivo, a adoção de posturas alavancadas contribui para o aumento das atividades e comportamentos conservadores são punidos por perda de espaço competitivo. Da mesma forma, diante condições de aumento da incerteza, são típicas atitudes defensivas, com a busca pela desmontagem de posições anteriormente alavancadas, que podem ter efeitos em cadeia sobre os preços dos ativos de capital, e sobre as condições de solvência e de liquidez de unidades econômicas conectadas financeiramente. Este comportamento é inerente tanto às firmas não financeiras, em relação suas atividades de investimento, quanto aos bancos, enquanto “mercadores de moeda” (Minsky, 1986).

A ação do Estado se diferencia do setor privado. Numa perspectiva pós-keynesiana, a geração de posições fiscais superavitárias não é um fim em si mesmo. Possui um papel estabilizador e anticíclico, com vistas a suavizar oscilações do produto e do emprego, inerentemente instáveis (Minsky, 1986). Os gastos do governo podem ser fonte importante de demanda numa economia, estimulando os investimentos e a rentabilidade do setor privado, dentro de limites que evitem a conformação de vulnerabilidades.

Contudo, podem ser percebidos elementos que incentivam um padrão procíclico dos gastos públicos, reduzindo sua margem de ação. Diante das convenções prevalentes, é esperado que em fases expansivas haja maior tolerância ao aumento do endividamento estatal por parte dos credores. Um nível de endividamento considerado apropriado em determinado momento pode mostrar-se inadequado *ex post* (Minsky,

1986). Cenários de bonança externa favorecem um aumento da demanda por ativos locais, facilitando o acesso a fontes de financiamento. Este fato é favorecido pela própria lógica de indicadores de dívida em relação ao PIB, em que o impacto positivo do denominador proporciona uma queda relativa da dívida. Nos períodos de retração, a lógica se inverte, gerando um grau mais elevado de conservadorismo por parte dos agentes credores.

Neste sentido, há uma dinâmica setorial que é intrinsecamente propensa à instabilidade, nos moldes descritos por Minsky (1986). A existência de um viés procíclico sobre a ação dos governos gera um elemento que potencializa vulnerabilidades nas fases de ascensão e reduz sua capacidade de amortecimento cíclico nos períodos de descenso.

No caso dos PEDs, este ponto tende a ser mais presente pelas características assimétricas no sistema econômico mundial. Estes fatores, como discutido por Amado e Resende (2007), geram uma característica reflexa nos ciclos econômicos dos PEDs, em relação aos ciclos econômicos e financeiros nos países avançados.

No quarto capítulo deste trabalho, foram avaliados fatos estilizados sobre o desempenho dos PEDs desde o início do século XXI, com vistas a gerar elementos que contribuam para compreender o nível de perenidade da estabilidade financeira dos países e os riscos associados.

O início do século XXI tem sido marcado profundamente pelos efeitos da crise financeira internacional, que passados nove anos de seu auge ainda são presentes na economia mundial. O ciclo de alta imediatamente anterior à crise, entre meados de 2003 e 2008, contribuiu para que os PEDs lograssem elevadas taxas de crescimento, num contexto de aumento dos fluxos de comércio, e alargamento dos desequilíbrios globais de balanço de pagamento e da posição deficitária dos EUA com o resto do mundo. Este cenário de bonança foi interrompido de forma brusca pela crise financeira entre 2008 e 2009. A recuperação da economia mundial, a partir de 2010, se procedeu de forma assimétrica, com a rápida recuperação dos PEDs em meio a um cenário de baixo crescimento e vulnerabilidade financeira nas economias avançadas.

A fase expansiva posterior à crise teve uma diferença fundamental em relação ao ciclo anterior. Enquanto no primeiro período, a expansão foi guiada por uma melhora dos termos de troca e aumento dos fluxos de capitais, em meio a um crescimento do

comércio e das operações financeiras internacionais, desempenho pujante e expectativas otimistas sobre economia mundial; o segundo período se caracterizou por um cenário de liquidez induzida pelos incentivos monetários sem precedentes por parte dos principais bancos centrais.

A reativação das taxas de crescimento dos PEDs a partir de 2010 ocorreu em meio a um grau mais forte de incerteza e de desconfiança em relação à sua possibilidade de permanência. O processo de desaceleração do crescimento nos principais PEDs entre meados de 2014 e de 2017 pode ser relacionado a este quadro, de dúvidas quanto ao ritmo da desarticulação dos estímulos monetários em curso nos países avançados, em especial nos EUA, sobre os efeitos da desaceleração da China, sobre capacidade de crescimento dos países avançados e de reativação dos fluxos globais de comércio (Biancarelli et alli, 2017).

A análise do desempenho de Brasil, Chile e Colômbia, nas últimas duas décadas, evidencia que os países têm sido influenciados fortemente pela variação dos ciclos externos comerciais e de liquidez. Este fato valida a hipótese de ciclos reflexos, apresentada por Amado e Resende (2007). Adicionalmente, é possível observar que a dinâmica doméstica dos países também tende a ser afetada pelos ciclos provenientes do exterior.

Pode ser notada uma tendência de reforço à especialização produtiva dos países no período recente. Este fato foi influenciado pela melhora dos termos de troca e da demanda internacional por matérias-primas, a partir do início da década de 2000. Embora, de um lado, tenha contribuído para um melhor desempenho comercial e de conta-corrente entre o final de 2003 e meados de 2008; de outro, favoreceu um desempenho comercial não homogêneo setorialmente, superior nos setores de bens primários e de manufatura de baixo valor agregado.

O aumento dos vínculos comerciais com a China, ao longo do período, reforça esta tendência, à medida que as relações com o país têm apresentado uma característica de complementariedade setorial. O processo de desaceleração da economia da China e de queda dos termos de troca dos países, gradual a partir de 2011, e mais intensa a partir de 2014, contribuem para questionamentos a respeito de suas consequências para a capacidade de crescimento dos países nos próximos anos.

Em relação à dinâmica de fluxos de capital, houve trajetória positiva a partir de meados de 2003, com breve interrupção no auge da crise financeira global. Na fase expansiva antes de 2008, houve melhora em sua composição em relação a décadas anteriores, por meio do aumento de participação dos fluxos de investimento direto. Na fase de recuperação posterior a 2010, é notável um retorno da representatividade dos fluxos de portfólio e de crédito, embora os fluxos de investimento direto tenham se mantido relevantes. Junto ao processo de desaceleração econômica a partir de 2014, os fluxos de capital têm apresentado trajetória menos intensa em meio a um cenário de deterioração dos saldos de conta-corrente. Um ponto comum tem sido uma trajetória procíclica da taxa de câmbio e sua correlação positiva com os preços das *commodities*. Neste sentido, antes que fatores de preenchimento das necessidades de financiamento, os ingressos de capital têm se mostrado como componentes de reforço cíclico.

Os países lograram uma melhora de seus indicadores de risco externo desde o início da década de 2000. Este fato pode ser mensurado pelos *spreads* de dívida soberana de longo prazo, pelos níveis totais de passivos e de ativos externos. Porém, entre meados de 2014 e de 2017 tem sido notável uma deterioração da dívida externa bruta, para patamares próximos aos prevalecentes no período inicial do *boom* entre 2003-07. Embora o montante de reservas possa ser considerado elevado e contribua como elemento de proteção e de geração de fontes liquidez externa, a manutenção do cenário externo deficitário por um período prolongado pode comprometer os avanços conquistados.

Em relação à condição de estabilidade financeira dos setores domésticos, nota-se um comportamento predominantemente procíclico por parte dos setores privados. No período de crescimento posterior à crise de 2008, as empresas não financeiras apresentaram situações predominantemente deficitárias e endividamento crescente. Isto ocorre num contexto de menor crescimento e exuberância dos gastos de investimentos em comparação com a fase anterior. A combinação destes fatores pode trazer elementos de possível saturação da capacidade de alavancagem, contribuindo para a queda das taxas de crescimento.

No caso da atuação dos governos, pode ser observada uma divergência entre a capacidade de ação dos países. No Brasil e na Colômbia, houve a predominância de padrões fiscais procíclicos em relação aos gastos públicos, ponto que tende a reforçar os ciclos, de alta ou de baixa. No caso do Chile, a adoção de mecanismos fiscais anticíclicos tem permitido ao país margem de manobra diante de eventos de queda do

nível de receitas causados por fatores conjunturais, ou de situações inesperadas, como o terremoto que atingiu a região em 2010. No caso do Brasil, os bancos públicos têm sido presentes na economia como elemento de reativação do crédito no auge da crise financeira internacional, entre o final de 2008 e em 2009, e no crescimento de suas operações nos anos subsequentes, em meio a uma atitude mais conservadora por parte dos bancos privados e estrangeiros. Neste sentido, foram instrumentos importantes para a manutenção dos níveis de demanda doméstica e para a capacidade de financiamento dos setores altamente endividados na fase de crescimento anterior.

Com isto, cabem desafios importantes para os PEDs com vistas ao aperfeiçoamento de sua condição de estabilidade financeira.

Num contexto de economias abertas e dependentes dos ciclos externos, ações com foco na regulação das operações financeiras domésticas e expedientes macroeconômicos tradicionais podem ser insuficientes. Há a demanda por mecanismos que contribuam para a mitigação da prociclicidade dos fluxos de capital e de seus efeitos sobre a economia.

Do ponto de vista regulatório, mecanismos circunscritos à esfera microprudencial demandam o suporte de arcabouços que avaliem o caráter sistêmico das crises (Freitas, 2012). É relevante, que incorporem aspectos cíclicos no horizonte de definição de suas ações, inclusive as consequências de oscilações de variáveis externas. Elementos como avaliações globais em relação aos níveis gerais de endividamento da economia, variações de mercados de ativos relevantes *vis-à-vis* a economia real, evolução do descasamento de moedas dos setores domésticos, podem ser citados como possíveis referenciais. Adicionalmente, dada a intrincada relação intersetorial nas economias, há a justificativa para a imposição de limites de exposições aos setores financeiro e não financeiro (Taylor, 2011).

A característica reflexa dos ciclos reduz a capacidade de ação por parte dos governos, em termos de sua capacidade de execução de políticas macroeconômicas, como discutido por Ocampo (2011) e por Taylor (2001). Há a demanda por ações de política pública além do âmbito doméstico e interligadas com elementos estruturais da economia.

A tendência procíclica da taxa de câmbio contribui para a conformação de vulnerabilidades. Sua apreciação, típica de períodos de crescimento, cria um cenário de

maior tolerância a posições alavancadas, estimulando o ingresso de fontes externas de financiamento. A reversão desta tendência pode ter efeitos drásticos sobre os balanços dos agentes, sobre os mercados de ativos e sobre os objetivos de política monetária.

Neste sentido, podem ser discutidos mecanismos de mitigação desta tendência e de seus efeitos. Regimes cambiais extremos podem trazer efeitos adversos, engessando a atuação dos bancos centrais ou conferindo volatilidade excessiva à taxa câmbio. Regimes mistos, com margens de oscilação em torno de uma taxa real efetiva estável podem ser interessantes (Taylor, 2001). A elevada correlação entre taxa de câmbio e inflação em alguns países é um elemento que justifica políticas que minimizem a volatilidade cambial, sem ignorar, contudo, possíveis efeitos sobre a competitividade externa.

A acumulação de reservas é um expediente que tem sido largamente utilizado pelos países emergentes, principalmente após a experiência das crises do final da década de 1990. Contribuem como mecanismos preventivos de liquidez em moeda estrangeira e de gerenciamento da taxa de câmbio, de modo a evitar volatilidade e apreciação excessiva nos períodos de entrada massiva de capitais (Ocampo, 2011; Taylor, 2001).

Uma série de medidas de gerenciamento da conta financeira de balanço de pagamentos tem sido adotada por PEDs no pós-crise de 2008, com vistas a evitar efeitos colaterais de entradas abruptas de capitais, como barreiras à entrada e à saída, taxações sobre ingressos de capital, mecanismos seletivos de capital externo e a prazos de permanência, entre outros. O próprio FMI, tradicionalmente reticente, tem reconhecido que estas práticas podem ser defensáveis em situações específicas, evidenciando que a liberalização excessiva dos fluxos de capitais pode ter efeitos danosos para a estabilidade financeira (Prates e de Paula, 2016; IMF, 2012b).

Em relação às práticas de política macroeconômica, a experiência do Chile evidencia que a construção de regimes anticíclicos de política fiscal pode aumentar a capacidade de ação por parte do Estado, de modo conciliado com a sustentabilidade do setor público (Ocampo, 2011; French-Davis, 2010). Em relação à política monetária, ainda que o objetivo principal esteja ligado ao controle das taxas de inflação, é relevante a criação de regras que contemplem níveis mínimos de renda e de emprego (Ocampo, 2011).

O reconhecimento de que a magnitude de crises externas e a denominação das dívidas em moeda estrangeira podem extrapolar a capacidade de ação das autoridades locais, de modo isolado, demanda o estabelecimento de mecanismos de cooperação internacional que caminhem além da arquitetura monetária global atualmente existente. A inexistência de uma instituição que atue como emprestadora global de última instância e a insuficiência de ação por parte do FMI tornam necessária a articulação mais intensa entre países com proximidade de relações comerciais e financeiras, com vistas ao benefício mútuo de estabilidade em suas relações e desenvolvimento conjunto.

Por fim, a avaliação de que as crises possuem um desdobramento eminentemente financeiro não pode ocultar o fato de que um elemento essencial conformador de instabilidade nos PEDs se relaciona ao atraso de suas relações produtivas e comerciais em termos de produtividade e tecnologia. Por este motivo, o debate sobre o desenvolvimento econômico, por meio da busca por evolução da estrutura produtiva e em direção a setores mais intensivos em tecnologia e progresso técnico é fundamental e não pode ser tratado como um tema isolado e distante. Neste sentido, os conceitos de estabilidade financeira e de políticas macroprudenciais não podem ser compreendidos de forma restrita, como um problema puramente de regulação microeconômica ou de gestão adequada de variáveis macroeconômicas.

Os períodos de crescimento e de bonança dos fluxos de capitais podem conferir aos PEDs uma janela de oportunidades para a adoção de medidas corretivas de vulnerabilidades, o que pode reduzir a condição de “reféns dos mercados” durante os períodos de maior volatilidade. Porém, de modo análogo ao comentado por Minsky (1986), a evolução das expectativas, calcada no sucesso recente e a redução das margens de segurança, típica dos períodos de crescimento, diminuem os incentivos para a adoção de mudanças e aumentam a sensação de que *it can't happen again*, o que constitui um desafio adicional para uma visão evolutiva, mesmo quando as raízes da vulnerabilidade ainda estejam latentes.

BIBLIOGRAFIA

AGLIETTA, M. (1998): Lidando com o risco sistêmico. In *Economia e Sociedade*, no11. Pgs. 1-32. Campinas. Dezembro de 1998.

_____ (2004). *Macroeconomia financeira*, vol. I e II. São Paulo: Loyola, 2004.

AGLIETTA, M. e REBÉRIOUX, A. (2005): *Corporate Governance Adrift: a critique of shareholder value*. Cheltenham. Edward Elgar.

AIZENMAN, J. e LEE, J. (2005): *International reserves: precautionary vs. mercantilist views, theory and evidence*. IMF Working paper. 05/198. Outubro de 2005.

AKYÜZ, Y.(2008): *Managing Financial Instability in Emerging Markets: a keynesian perspective*. Discussion Paper, Turkish Economic Association. No. 4/2008, 2008.

AMADO, A. (2000): *Limites monetários ao crescimento: keynes e a não-neutralidade da moeda*. Ensaiois FEE. V. 21, n. 1, pgs. 44-81. Porto Alegre

AMADO, A. E RESENDE, M.F.(2007):. *Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina*. *Revista de Economia Política*, v. 27(1), Janeiro,2007

ARBACHE, J: *Competitividade internacional e políticas públicas*. 2013. Disponível em <http://www.arbache.com/blog/2013/08/competitividade-internacional-e-pol%C3%ADticas-p%C3%ABlicas.html>

BACKHOUSE, R. (2008): *Keynesianism*. In Durlauf, S. e Blume, L.: In Durlauf, S. and Blume. L. (2008). *The New Palgrave dictionary of economics*). Second edition (*versão eletrônica*)

BALDWIN, R. e VENABLES, A, *Relocating the value chain: off-shoring and agglomeration in the global economy*, *NBER Working Paper Series*, Working Paper 16611, <http://www.nber.org/papers/w16611>

BALDWIN, R., ITO, T. E SATO, H.: *The smile curve: Evolving sources of value added in manufacturing*. In *5th international conference on “economics of global interactions: new perspectives on trade, factor mobility and development”*. Bari, setembro de 2014.

BANCO MUNDIAL (2015): *How important are China and India in global commodity consumption?* In *Commodities market outlook*. Julho de 2015

BARBOSA-FILHO, N. (2001): The balance-of-payments constraint: from balanced trade to sustainable debt. PSL Quarterly Review. Vol 54. N. 219. Roma. 2001.

_____ (2014): Resultado Primário, Dívida Líquida e Dívida Bruta: Um Modelo Contábil. WP Brasil Debate. Agosto de 2014. Disponível em <http://brasildebate.com.br/wp-content/uploads/2014/08/Modelo-Contabil.pdf>

BARRO, R. (1974): “Are Government Bonds Net Wealth?” Journal of Political Economy, Vol. 82: No. 6. Pgs. 1095– 1117

BAUMANN, A. E GALLAGHER, P (2012): *Navigating Capital Flows in Brazil and Chile*. In Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series. Columbia University. Junho de 2012.

BAUMANN, R.; GONÇALVES; R. (2015): *Economia internacional – Teoria e experiência Brasileira – 2ª. edição*, Ed. Campus/Elsevier, 2005

BELLUZZO, L. G. & COUTINHO, L. (1996) “‘Financeirização’ da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas”. Campinas: Economia e Sociedade, n. 11.

BELLUZZO, L.G. e ALMEIDA, J.G. (2002). “*Depois da queda*”. Civilização brasileira. Rio de Janeiro.

BHAGWATI, J.; SRINIVASAN: T.N.: *Lectures on international trade*, MIT Press. 1984

BIANCARELLI, A.; ROSA, R e VERGNHANINI, R. (2017): O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. In Texto para discussão. IE Unicamp. No. 296. Maio de 2017.

BIELCHOVSCHY, R. (2000): cinquenta anos de pensamento na cepal — uma resenha. Bielchovschy, R.: *Cinquenta anos de pensamento na Cepal*. Vol. 1. Pgs. 13-68. Editora Record. Rio de Janeiro. 2000

BIS (2004): Bank Failures in Mature Economies. Working paper n. 13. Basileia. Abril 2004. Disponível em http://www.bis.org/publ/bcbs_wp13.pdf

BRAGA, J. C. S. e CINTRA, M. A. M. (2004): Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In FIORI, J. L. (org.): O poder americano. Petrópolis. Editora Vozes.

BUITER, W. (2008): The Fed as market maker of last resort: better late than never. Financial Times (FT.COM). 12 de março de 2008. Disponível em <http://blogs.ft.com/maverecon>.

CALOMIRIS, C. e LONGHOFER, S: Credit rationing. In Durlauf, S. e Blume, L.: In Durlauf, S. and Blume. L. (2008). The New Palgrave dictionary of economics). Second edition (versão eletrônica)

CALVO, G. e MENDOZA, E. (1997): Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets. Institute of Empirical Macroeconomics, Federal Bank of Minneapolis. Discussion Papers. No. 120. Agosto de 1997.

CANUTO, O. e CURADO, M. (2001): Modelos de crises cambiais de “terceira geração” versus fatos estilizados na América Latina. Economia e Sociedade, Campinas, (16): 43-64, jun. 2001.

CARNEIRO, R. (2006): Globalização e inconvertibilidade monetária. Texto para discussão (IE– Unicamp). N. 120. Campinas. Abril de 2006.

CARVALHO, F. C. e KREGEL, J. (2009): Crise financeira e *deficit* democrático. Ibase. Rio de Janeiro. 2009.

CARVALHO, F. C. J. (1988). Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária. Rio de Janeiro: UFRJ/ IEI. (Texto para discussão, n.176)

CHICK, V. (1983): *Macroeconomics after Keynes: A Reconsideration of the General Theory*. MIT Press.

_____ (1994): A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros. *Estudos FEE*. 15(1). Pgs. 9-23. Porto Alegre.

CHICK, V. (2010): Minsky, Financial Structure and Economic Development. in Tavasci, D. e Toporowski, J.: Minsky, crisis and development. Palgrave Macmillan. Pgs. 145-154.

CHINN, M. E ITO, H. (2008): A New Measure of Financial Openness. In *Journal of Comparative Policy Analysis*. Volume 10, Issue 3. Setembro de 2008, p. 309 – 322.

_____ (2017): Notes on the Chinn-Ito financial openness index 2015 Update. *Mimeo*. Disponível em http://web.pdx.edu/~ito/Readme_kaopen2015.pdf

- CINTRA, M. A. M. e CAGNIN, R. F. (2007): Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. In *Econômica*. Vol. 9. No. 1. UFF. Rio de Janeiro. Pgs. 89-131. Junho de 2007.
- CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. (2008): A crise financeira e o shadow banking system. *Novos Estudos – CEBRAP*, São Paulo, n. 82, p.35-55, Nov. 2008.
- CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. (2007): Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. *Texto para Discussão. IE/UNICAMP*, Campinas, n. 137, out. 2007.
- COHEN, B. (2001): Bretton Woods System. Jones, B. *Routledge Encyclopedia of International Political Economy*. Entrie A-F. pgs. 95-102. Routledge. Nova Iorque. 2001
- _____ (1988): *The geography of money*. Londres. Cornell University Press. 1988.
- COUTO, J. (2007): O pensamento desenvolvimentista de Raul Prebisch. *Economia e Sociedade*. v. 16, n. 1 (29), p. 45-64. Campinas. Abril de 2007.
- DAVIDSON, P. (1995). “Uncertainty in Economics”. In: Dow, S. & Hillard, J. (ed.), *Keynes, Knowledge and Uncertainty*. Hants : Edward Elgar; p. 107-116.
- _____ (2005): *The Post Keynesian School*. In Snowdown, B. e Vane, H.: *Modern Macroeconomics*, Cheltenham – UK /Northampton – USA: Edward Elgar
- DESORMEAUX, J. FERNANDEZ, K. E GARCÍA, P. (2008): Financial implications of capital outflows in Chile: 1998–2008. In *Bis Papers*, 44. Basileia. Dezembro de 2008
- DIDIER, T. HEVIA, C. e Schmukler, , S. (2016): How Resilient and Countercyclical Were Emerging Economies to the Global Financial Crisis?. In *World Bank Policy Research Working Paper No. 5637*. Abril de 2016
- DIPRES (2017): *Indicador del balance cíclicamente ajustado*. Metodologia e resultados (2016). Dipres (Dirección de presupuestos). Julho de 2017..
- DIXON, h. (2008): New Keynesian economics. In Durlauf, S. e Blume, L.: In Durlauf, S. and Blume. L. (2008). *The New Palgrave dictionary of economics*). Second edition (*versão eletrônica*)
- EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R., PANNIZZA, U. (2002): Original Sin:The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption. Documento apresentado para a

conferência “Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin,” Inter-American Development Bank, Washington, D.C., 21-22 November 2002. Disponível em <http://www.financialpolicy.org/financedev/hausmann2002.pdf>

EICHENGREEN, B (2012): *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford University Press. Nova Iorque. 2012.

FAINZYLBER, F. (2000): Industrialização na América Latina: da “caixa-preta” ao “conjunto vazio”. Bielchovschy, R.: *Cinquenta anos de pensamento na Cepal*. Vol. 2. Pgs. 851-886. Editora Record. Rio de Janeiro. 2000.

FAMA, E. (1965): The behavior of stock-market prices. *Journal of business*. Vol. 38. No.1 Janeiro de 1965. Pgs. 34-105

FEENSTRA, R. (1998): Integration of Trade and Disintegration of Production in the Global Economy. *Journal of Economic Perspectives*. Pags. 31-50. Volume 12, número 4. Outono de 1998.

FELIPE, J.; ADDON, A.; KUMAR, U. (2012): Tracking the Middle-income Trap: What Is It, Who Is in It, and Why? In *Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper 715*, Abril 2012.

FERGUSON, N. E SCHULARICK, M. (2009): The end of Chimerica. Harvard business school. Working paper. No. 10-037. Outubro de 2009.

FFRENCH-DAVIS, R. (1988): Esbozo de un planteamiento neoestructuralista. *Revista de la Cepal*. N. 34. Santiago. Abril de 1988.

FFRENCH-DAVIS, R. (2010a): Latin America: The Structural Fiscal Balance Policy in Chile: A Move Toward CounterCyclical *Journal of globalization and development*. N. 34. Vol. 1; n. 1 . Artigo 14.

FFRENCH-DAVIS, R. (2010b): *Economic reforms in Chile. From dictatorship to democracy*. Palgrave Macmillan. Nova Iorque, 2010

FFRENCH-DAVIS, R. e VILLAR, I. (2004): real macroeconomic stability and the capital account in chile and Colombia. In *Project on Management of Volatility, Financial Globalization and Growth in Emerging Economies*, coordinated by ECLAC. Disponível em <https://econpapers.repec.org/paper/col000094/003416.htm>

FISHER, I. (1911): The purchasing power of money. In *American Statistical Association*. Vol. 12, No. 96 (Dez., 1911), pp. 818-829

FISHER, I. (1933): The debt-deflation theory of great depressions. In *Econometrica*.

FOLEY, D. (2001): Financial Fragility in Developing Economies. New School University. Mimeo.

FREITAS, J. T. (2008): Acordo de Basileia 2 e estabilidade financeira em países em desenvolvimento. 2008. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2008.

_____ (2012): “De Basileia II para Basileia III: os mesmos desafios?”. As transformações no sistema financeiro internacional, vol.2. p.479- 496. Brasília: IPEA, 2012.

FREITAS, M. C. P. (1997): “A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira”. In *Economia e Sociedade*, 8. Junho de 1997.

FRIEDMAN, M. (1956): The quantity theory of money: a restatement. In Friedman, M: *Studies in the Quantity Theory of Money*. Pgs. 3-21. University of Chicago Press.

_____ (1968): The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 1. Março de 1968. pg. 1-17.

FRIEDMAN, M. e HELLER, W. (1969): *monetary vs fiscal policy*. W. W. Norton & Company. Nova Iorque.

FURTADO, C.: Desenvolvimento e subdesenvolvimento. Bielchovschy, R.: *Cinquenta anos de pensamento na Cepal*. Vol. 1. Pgs. 239-262. Editora Record. Rio de Janeiro. 2000

GODLEY, W. e LAVOIE, M. (2007): *Monetary economics: an integrated approach to credit, money, income, production and wealth*. Palgrave Macmillan.

GOURINCHAS, P. E OBSTFELD, M. (2011). Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First. In *American Economic Journal: Macroeconomics*. American Economic Association, vol. 4(1), pages 226-65, Janeiro de 2011.

GREENWALD, B. E STIGLITZ, J. (2003): *Towards a new paradigm for monetary economics*. Cambridge University Press. Cambridge.

GRIFFITH-JONES, S e OCAMPO, J.A. (2007): A countercyclical framework for a development-friendly international financial architecture. In *Desa Working Papers*. N. 39/2007.

GRIFFITH-JONES, S.; KREGEL, J.; OCAMPO, J. A. (2007) *International finance and development*. Nova Iorque: Orient Longman Publications.

GROS,D. ALCIDI, C. E GIOVANNI, A. (2012): *Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB*. CEPS Policy brief. No. 276, Julho de 2012

GURRIERI, A (2011): *A economia política de Raúl Prebisch*. PREBISCH, Raúl. *O Manifesto latino-americano e outros ensaios*. Rio de Janeiro : Contraponto : Centro Internacional Celso Furtado, 2011, p.15-92.

GUTMANN, R. (2012). *Central banking in a systemic crisis : the Fderal Reserve's credit easing*. L.P. Rochon & S Yinka Olawoye (Eds.), *Monetary Policy and Central Banking*, Chaltenham-UK/Northampton, MA-USA : Edward Elgar.

GREENAWAY, D; MILNER, C.: *The Economics of Intra-Industry Trade*, Basil Blackwell. 1986

HELLEINER, E. (1994): *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s*. Cornell University Press. 1994.

HELLERSTEIN, R. , SHRADER, J. RYAN, W. (2009): *The New York Fed's timelines of policy responses to the global financial crisis*. VOXEU. Julho de 2009. Disponível em <https://voxeu.org/article/timelines-policy-responses-global-financial-crisis>

HELPMAN, E.: *International trade in the presence of product differentiation, economies of scale and monopolistic competition: a Chamberlin - Heckscher - Ohlin approach*. *Journal of international economics*. Vol. 11. Págs.. 305-40. Janeiro de 1981

IADB (2005): *Unlocking credit: the case for deep and stable bank lending*. In *Economic and Social Progress in Latin America, 2005 report*. Washington D.C.

IMF (2012a). *Global Financial Stability Report*. Washington DC. Outubro de 2012.

___ (2012b): *The liberalization and management of capital flows: an institutional view*. IMF policy papers. Washington D.C. Novembro de 2012.

IPEA (2011): Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal: a atuação dos bancos públicos federais no período 2003-2010. In Comunicados do IPEA. Agosto de 2011.

KAMINSKY, G.; REINHART, C; VÉGH, C. (2005): When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. NBER Macroeconomics Annual 2004, Vol. 19. MIT Press. Abril de 2005. Disponível em <http://www.nber.org/chapters/c6668.pdf>

KEYNES, J. M. (1931). “*A Treatise on Money*”. The Collected Writings of John Maynard Keynes, CW Vols. V e VI. Macmillan. Cambridge University Press.1973

_____ (1933). *The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy*. The Collected Writings of John Maynard Keynes, CW Vols. XIV. Pgs. 76-87. Macmillan. Cambridge University Press.1973

KEYNES, J. M. (1936) *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo, Atlas. Coleção “Os Economistas”. Edição de 1996.

_____ (1937a): The General Theory of employment. *Quartely Journal of Economics*, Vol. 51/1937, pp. 209-223.

_____ (1937b): The ex ante theory of the rate of interest. *Economic Journal*. Vol. 47 n. 188. pgs. 663-9. Dezembro de 1937

_____ (1937c): Alternative theories of the rate of interest. The Collected Writings of John Maynard Keynes, CW Vols. XIV. Pgs. 201-215. Macmillan. Cambridge University Press.1973.

KINDLEBERGER, C. (2000): *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. Saraiva.

KING, J.: Post Keynesian economics. In Durlauf, S. and Blume. L. (2008). *The New Palgrave dictionary of economics*). Second edition (*versão eletrônica*).

KREGEL, J. (2004): Can we create a stable international financial environment that ensures net resource transfers to developing countries?. *Journal of post keynesian economics*. /vol, 26. No. 4. Pgs. 573-590. Verão de 2004.

KRUGMAN, P. (1979): A model of balance of payments crises. *Journal of money, credit and banking*. Vol. 11. No. 3. Agosto de 1979. Pgs. 311-25.

_____ (1999): Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. *International Tax and Public Finance*, 6, 459–472 (1999)

KRUGMAN, P. (1981): Intraindustry Specialization and the gains from trade, *Journal of Political Economy*, vol.89, No.51. págs. 959-73. Outubro de 1981

LE HERON, E. MOUAKIL, T. (2008): A Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Model for Dynamic Analysis of Monetary Policy Shock on Banking behavior. *Metroeconomica* 59:3 . pgs. 405-440. 2008.

LANE, T. (1993): Market Discipline. In *IMF Staff Papers*. Vol. 40(1), pgs. 53–88. 1993

LERNER, A.(1955): Functional finance and the federal debt. In Smithies, A. e Butters, J. :Readings in fiscal policy. Richard Irwin Inc. Illinois. Pgs. 469-478. 1955.

MARKUSEN, J. ET ALLI. (1995): *International trade – theory and evidence*. McGraw-Hill. 1995.

MCCOMBIE, J. E THIRLWALL, A. (1994): Economic growth and the balance-of-payments constraint. Palgrave Macmillan. 1994

MENDONÇA, A. R. (2002): “Os acordos de Basiléia: uma avaliação do novo formato de regulação bancária.” Tese de doutorado. Unicamp. Campinas

MESQUITA, M e TOROS, M (2010): Considerações sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008. In *Trabalho para discussão, nº 202*. Banco Central do Brasil. Brasília. Março de 2010.

MINISTÉRIO DE HACIENDA (2016): Informe anual. Fondos soberanos. Santiago, 2016.

MINSKY, H. (1975) “*John Maynard Keynes*”. Columbia University Press. New York.

_____ (1986) “*Stabilizing an unstable economy*”. Yale. University Press. New Haven.

_____ (1993): The essencial characteristics of post-Keynesian economics. Hyman P. Minsky Archive. 19. Disponível em http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/19

MINSKY, H., GATTI, D. e GALLEGATI, M. (1994): Financial institutions, economic Policy and the Dynamic Behavior of the economy. The Levy Economics Institute of Bard College. Working paper no. 126. Outubro de 1994.

MISHKIN, F. S. (1992): Anatomy of a Financial Crisis. In *Journal of Evolutionary Economics*. n 2, pgs 115-130, 1992.

_____ (1999) Lessons from the Asian crisis. In *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n. 7.102, Abril de 1999. Disponível em: <http://www.nber.org>

MISSIO, F., JAYME JR, F., OREIRO, J. (2015): the structuralist tradition in economics: methodological and macroeconomics aspects. *Revista de Economia Política*, vol 35, n° 2 (139), pp 247-266, abril-junho/2015

MORENO-BRID, J.C. (1999): On capital flows and the balance of payments-constrained growth model. *Journal of post Keynesian economics*. Winter, 1998-99. Vol 21, no. 2. Pgs: 283-298.

_____ (2003): Capital flows, interest payments and the balance-of-payments constrained growth model: a theoretical and empirical analysis. *Metroeconomica*. 54:2&3. Pgs. 346-365. 2003.

NARANJO E SOHAIL (2016) : Many Countries Sink or Swim on Commodity Prices - and on Orders from China. In *The regional economist*. Federal Reserve de St. Louis. Pgs. 6-7. Abril de 2016.

NIKIFOROS, M., ZEZZA, C. (2017): A Simplified Stock-Flow Consistent Post-Keynesian Growth Model. The Levy Economics Institute of Bard College. Working paper no. 891. Maio de 2017.

OBSTFLED, M. (1986): Rational and self—fulfilling balance-of-payments crises. *The American economic review*. Vol 76. No. 1. Março de 1986. Pgs. 72-81.

_____ (1994): The logic of a currency crisis. NBER Working paper series. Número 4640. Fevereiro de 1994

OCAMPO, A., RADA, C. e TAYLOR, L. (2009): Growth and policy in developing countries: a structuralist approach. Columbia Press University. Nova Iorque. 2009.

OCAMPO, J. (2000): A macroeconomia da bonança econômica latino-americana. Revista Cepal. Número especial em português. Pgs.: 77-99. Santiago. Maio de 2000

_____ (2011): Balance of payments dominance: its implications for macroeconomic policy. Centro de Estudos do Novo desenvolvimento (FGV): Workshop Internacional: “Novo Desenvolvimentismo e uma Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento”. Agosto de 2011.

_____ (2013): Performance and Challenges of the Colombian Economy. *In Network papers. Initiative for policy dialogue. Columbia University*. Novembro de 2013. Disponível em <http://policydialogue.org/publications/network-papers/performance-and-challenges-of-the-colombian-economy/>

OECD (2009). *Policy Responses to the Economic Crisis: Investing in Innovation for Long-Term Growth*. Junho de 2009.

_____ (2014). *Perspectives on Global Development 2014: Boosting productivity to meet the middle-income challenge*. [S.l.]. 2014.

_____ (2016): Enabling the next production revolution: the future of manufacturing and services -interim report. In *Meeting of the OECD Council at Ministerial Level*. Paris. Junho de 2016. Disponível em <https://www.oecd.org/mcm/documents/Enabling-the-next-production-revolution-the-future-of-manufacturing-and-services-interim-report.pdf>

PALLEY, T. (2014): The theory of global imbalances: mainstream economics vs. structural Keynesianism. In *Global crisis and the need for paradigm change*. IX colóquio internacional de economia. Maio de 2014. Brasília.

PAPADIMITROU, D. E WRAY, R. (2008): Introduction to Minsky’s Stabilizing an Unstable Economy. In *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw-Hill. Edição de 2008.

POLAK, J. (1957): Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems. Staff Papers (International Monetary Fund). Vol. 6, No. 1 (Nov., 1957), pg. 1-50.

PRATES, D. (2004): *Crises financeiras nos países emergentes: uma interpretação heterodoxa*. 2004. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2004.

PREBISCH, R. (1949): O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus principais problemas. Bielchovschy, R.: *Cinquenta anos de pensamento na Cepal*. Vol. 1. Pgs. 69-136. Editora Record. Rio de Janeiro. 2000

_____ (1951): Problemas teóricos e práticos do crescimento econômico. Bielchovschy, R.: *Cinquenta anos de pensamento na Cepal*. Vol. 1. Pgs. 179-216. Editora Record. Rio de Janeiro. 2000.

REINHART, C., ROGOFF, K. e SAVASTANO, M.: Debt Intolerance. NBER Working papers n. 9908. Pgs. 1-74. 2003. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w9908>

RODRIGUEZ, O. (2009): *O estruturalismo latino-americano*. Civilização brasileira. Rio de Janeiro. 2009.

RODRIK, D. (2006): The social cost of foreign exchange reserves. NBER working papers. No. 11952. Janeiro de 2006. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w11952>

SALVATORE, D.: *International economics*. 11ª edição. Wiley.

SANTIAGO, S. (2016): *A Inserção da América Latina no Sistema Centro- Periferia, no Contexto de Finanças Globalizadas: Observações para México, Brasil e Argentina*. 2016. Tese (Doutorado) – Departamento de Economia, Universidade de Brasília (UnB), Brasília, 2016.

SANTOS, C., ZEZZA, C. (2005): Stock-flow Consistent Macroeconomic Models: A Survey. The Levy Economics Institute of Bard College. Working paper no. 421. Abril de 2005.

SARDONI, C. (2013): *How to deal with the public debt: Ideas from Keynes, Lerner, Domar and Hicks*. Sapienza University of Rome. Mimeo. Disponível em <http://iippe.org/wp/wp-content/uploads/2013/06/Claudio-Sardoni.pdf>

SAUVIAT, C. (2004): Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In CHESNAIS, F. (Org.): *A finança mundializada*. São Paulo. Boitempo editorial.

SERRANO, F. (2004): Relações de poder e a política econômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível In: FIORI, J. L. (Org.). *O Poder Americano*. Editora Vozes. Petrópolis.

SNOWDOWN, B. E VANE, H. (2005): *Modern Macroeconomics*, Cheltenham – UK /Northampton – USA: Edward ElgarDavidson

STEINER, A. (2012): Reserve Accumulation and Financial Crises: From Individual Protection to Systemic Risk. *European Economic Review*. Elsevier, vol. 70(C), pages 126-144. Março de 2012. Disponível em

<https://ideas.repec.org/a/eee/eecrev/v70y2014icp126-144.html>

STIGLITZ, J. & WEISS, a. (1981): “Credit rationing in markets with imperfect information.” Mankiw & Romer. *New keynesian economics*. MIT Press. Londres.

STURGEON, S.: From Commodity Chains to Value Chains: Interdisciplinary theory building in an age of globalization, *Industrial Performance Center, MIT, Working Paper Series*, MIT-IPC-08-001. 1998.

SUNKEL, O. e ZULETA, G. (1990): neoliberalismo versus neoestructuralismo: la política de desarrollo en la encrucijada de los noventa. In *Seminário “Los temas Cepal-Prebisch*. CEPAL. Santiago. Setembro de 1990.

TAVARES, M.C. (1985): A retomada da hegemonia americana. In *Revista de Economia Política*. Vol. 5 n. 2. Pgs. 5-15. Abril-junho de 1985.

TAVARES, M.C. (2011): O processo de substituição de importações como modelo de desenvolvimento na América Latina/o caso do Brasil. In *Desenvolvimento e igualdade. Homenagem aos 80 anos de Maria da Conceição Tavares*. Parte III. IPEA. 2011

TAVARES, M.C. e MELLIN, L. E. (1997): Pós-escrito de 1997: A reafirmação da hegemonia americana. In TAVARES, M.C. e FIORI, J. L. (1997). *Poder e dinheiro: Uma economia política da globalização*. Petrópolis. Vozes.

TAYLOR, L. (2001): Capital market crises: liberalization, fixed exchange rates and market-driven destabilization. Chang, H., Palma, G. Whittaker, D. :*Financial Liberalization and the Asian Crisis*. Palgrave.

TCHERNEVA, P. (2008): The return of fiscal policy: Can the new developments in the new economic consensus be reconciled with the Post-Keynesian view? In *Working papers. The Levy Economics Institute*, No. 539.

THIRWALL, A (1979): The Balance of payments constraint as an explanation of International Growth rate differences. In *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*. Vol 32 (1979). Março de 1979. Roma.

_____ (2011): Balance of payments constrained growth models: history and overview. In *PSL Quarterly Review*, 64, n. 259, p. 307-351, Disponível em <http://EconPapers.repec.org/RePEc:psl:pslqrr:2011:41>

THIRWALL, A E HUSSAIN, M. (1982): *The balance of payments constraint, capital flows and growth rate differences between development countries*. Oxford Economic Papers. Volume 34. Oxford. Novembro de 1982.

TOBIN, J. (1969): A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. In *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1. Fevereiro de 1969. pgs. 15-29

TORRES FILHO, E. (2008): Entendendo a crise do subprime. In *Visão do desenvolvimento*, n. 44. Rio de Janeiro. Janeiro de 2008.

TUERNER, P. (2011): Fiscal dominance and the long-term interest rate. *Financial markets group special paper series*. No. 199. Abril de 2011.

UNITED NATIONS (1993). *System of national accounts*. Nova Iorque. Revisão de 1993.

_____ (2008). *System of national accounts*. Nova Iorque. Revisão de 2008.

WALSH, C.(2010): *Monetary theory and policy*. MIT press. Massachussets.

WILLIAMSON, J. (2004): A short history of the Washington consensus. *Documento apresentado na conferência “From the Washington Consensus towards a new Global Governance”*, organizada pela Fundação CIDOB. Barcelona, Setembro de 2004. Disponível em <http://www.ii.com/publications/papers/williamson0904-2.pdf>

WOLFSON, M. (2000): Minsky’s theory of financial crisis in a global context. In *Journal of economic issues*. Vol. XXXVI, n. 2. Junho de 2002.

WOODFORD, M. (2001): Fiscal requirements for price stability. *NBER Working papers* no. 8072. Janeiro de 2001. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w8072>

WORLD ECONOMIC FORUM (2017): *Impact of the Fourth Industrial Revolution on Supply Chains*. Outubro de 2017. Disponível em

[http://www3.weforum.org/docs/WEF Impact of the Fourth Industrial Revolution on Supply Chains .pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_Impact_of_the_Fourth_Industrial_Revolution_on_Supply_Chains_.pdf)

WRAY, R. (2000): Money and inflation. CEPS Working Papers. No. 12. Setembro de 2000. Disponível em <http://www.cfeps.org/pubs/wp-pdf/WP12-Wray.pdf>