

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**MATHEUS WERNER RAMBO**

**COMPARAÇÃO DAS CRISES DE 2008 E 2020 NO BRASIL A PARTIR DA  
VULNERABILIDADE EXTERNA EM PAÍSES PERIFÉRICOS**

**Porto Alegre**

**2021**

**MATHEUS WERNER RAMBO**

**COMPARAÇÃO DAS CRISES DE 2008 E 2020 NO BRASIL A PARTIR DA  
VULNERABILIDADE EXTERNA EM PAÍSES PERIFÉRICOS**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof.<sup>a</sup> Dr<sup>a</sup>. Luiza Peruffo

**Porto Alegre**

**2021**

## CIP - Catalogação na Publicação

Rambo, Matheus Werner

Comparação das crises de 2008 e 2020 no Brasil a partir da vulnerabilidade externa em países periféricos / Matheus Werner Rambo. -- 2021.

77 f.

Orientadora: Luiza Peruffo.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas, Porto Alegre, BR-RS, 2021.

1. Vulnerabilidade externa. 2. Economia brasileira. 3. Crise financeira global. 4. Pandemia de COVID-19. I. Peruffo, Luiza, orient. II. Título.

**MATHEUS WERNER RAMBO**

**COMPARAÇÃO DAS CRISES DE 2008 E 2020 NO BRASIL A PARTIR DA  
VULNERABILIDADE EXTERNA EM PAÍSES PERIFÉRICOS**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2021.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Luiza Peruffo – Orientadora

UFRGS

---

Prof. Dr. Alessandro Donadio Miebach

UFRGS

---

Prof. Dr. André Moreira Cunha

UFRGS

## **AGRADECIMENTOS**

À minha família, que sempre me apoiou e forneceu tudo o que precisei para estudar. Sem eles, sequer meu ingresso na UFRGS teria sido possível.

A todo o corpo docente da Faculdade de Ciências Econômicas, pelos aprendizados e oportunidades proporcionados. Devo um agradecimento especial aos professores que mais contribuíram na minha jornada até aqui: Leonardo Xavier da Silva, Hélio Aguilar Filho, Sabino Porto Jr., Ana Lúcia Tatsch e Luiza Peruffo.

Aos colegas e amigos maravilhosos que me acompanharam durante a graduação, desde os “Leiloeiros Walrasianos”, passando pelos do Grupo de Debates e Oratória e chegando finalmente aos jogadores de tabuleiro. Não ousarei menções individuais pelo risco de esquecer alguém – felizmente são muitos.

Aos amigos e conhecidos de outros ambientes, principalmente do CLJ e da Orquestra Liberato. A companhia, o encorajamento e os bons momentos não serão esquecidos.

Ao Ezequiel, pela ajuda providencial com o transporte, principalmente no início do curso.

E por fim, mas talvez até mais importante, aos contribuintes brasileiros, que me mantiveram estudando por oito semestres.

## RESUMO

Notando uma diferença sensível no desempenho do Brasil na comparação entre as crises Financeira Global de 2008 e decorrente da pandemia de COVID-19 em 2020, ambas iniciadas como choques externos, o objetivo dessa pesquisa é estudá-las a partir da vulnerabilidade externa em países periféricos, considerando a posição subordinada do Brasil no sistema monetário e financeiro internacional. No seu entendimento clássico, tal vulnerabilidade remonta à possibilidade de crises do balanço de pagamentos decorrentes da escassez de divisas no curto ou longo prazo, bem como possibilidades de ação associadas durante crises externas. Com o passar do tempo e a mudança de características estruturais em diversos países, surge uma nova discussão referente a novas formas de vulnerabilidade externa, com efeitos mais brandos e indiretos. O presente trabalho inclusive aproveita contribuições keynesianas e minskyanas adaptadas para o entendimento do fenômeno. A passagem de um tipo de vulnerabilidade externa a outro é predominantemente decorrente da história do sistema monetário e financeiro internacional, parcialmente herdado de Bretton Woods e parcialmente influenciado pela globalização financeira. A partir disso, muitos países periféricos, incluindo o Brasil, deixaram de ter problemas recorrentes para financiar resultados externos, mas passaram a receber fluxos de capital de determinação externa e de impactos desestabilizadores internos. Esse fenômeno decorre de assimetrias macroeconômicas e financeiras internacionais entre centro e periferia, sendo a principal delas a hierarquia de moedas. Os impactos nos mercados financeiros em ambas as crises vão ao encontro do previsto pela literatura principalmente associada às assimetrias. A partir da análise qualitativa de dados, conclui-se que o bom desempenho geral dos fluxos externos garantiu menor vulnerabilidade para a crise de 2008 no Brasil, enquanto o volume de reservas internacionais e a qualidade dos estoques externos brasileiros favoreceram o país contra o choque de 2020.

**Palavras-chave:** Vulnerabilidade externa. Economia brasileira. Crise financeira global. Pandemia de COVID-19.

## ABSTRACT

A sensible difference is noticed in the Brazilian performance in comparisons between the Financial Global Crisis of 2008 and the COVID-19 pandemic in 2020, both of which initiated as external shocks. So, the objective of this research is to study them having the external vulnerability in peripheral countries as theoretical foundation, considering the subordinated position of Brazil in the international monetary and financial system. Such vulnerability was originally understood regarding the possibility of foreign currency shortages in the short run or in the long run, along with the associated policy space during external crises. As time has gone by and structural characteristics changed in many countries, a new discussion with respect to new forms of external vulnerability appeared, whose effects are milder and more indirect. The present work also utilizes adapted Keynesian and Minskyan contributions for a better understanding of the phenomenon. The transition from one kind of vulnerability to another is mainly due to the history of the international monetary and financial system, partially inherited from the Bretton Woods system and partially influenced by the financial globalization. Since, many peripheral countries, including Brazil, no longer had recurring problems to fund external results, but they started to receive externally driven capital flows which cause destabilizing internal impacts. This phenomenon is due to macroeconomic and financial international asymmetries between center and periphery, the most important of which is the currency hierarchy. The impacts on financial markets in both crises happened accordingly to what was foreseen by the literature mainly associated to asymmetries. After a qualitative data analysis, one can conclude that the good general performance of external flows led to a smaller vulnerability for the 2008 crisis in Brazil, while the volume of international reserves and the quality of external stocks favored the country against the 2020 shock.

**Keywords:** External vulnerability. Brazilian economics. Global financial crisis. COVID-19 pandemic.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Dívida externa líquida como proporção do PIB, I/2000 - II/2021 .....	54
Gráfico 2 – Reservas internacionais do Brasil, em milhões de dólares .....	55
Gráfico 3 – Transações correntes acumuladas em 12 meses e posição de investimento internacional como proporção do PIB, periodicidade trimestral .....	57
Gráfico 4 – Transações correntes do balanço de pagamentos, periodicidade trimestral, com balança comercial e de serviços desagregada .....	59
Gráfico 5 – Conta financeira do balanço de pagamentos, periodicidade trimestral .....	60
Gráfico 6 – Composição da posição de investimento internacional em 2007 .....	63
Gráfico 7 – Composição da posição de investimento internacional em 2019 .....	64
Gráfico 8 – Distribuição em prazos e moedas dos instrumentos de dívida da posição de investimento internacional do Brasil em 2019 .....	65
Gráfico 9 – Fechamento diário do índice VIX .....	66
Gráfico 10 – Fechamento diário do índice Ibovespa .....	67
Gráfico 11 – Taxa de câmbio, reais por dólar .....	68
Gráfico 12 – Índice de taxa de câmbio real para o Brasil .....	69



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BIS	Banco de Compensações Internacionais
CEMEC	Centro de Estudos do IBMEC
CEPAL	Comissão Econômica das Nações Unidas para a América Latina e Caribe
CHF	Franco suíço
COVID-19	Doença de coronavírus de 2019
CP	Curto prazo
EEs	Economias emergentes
FMI	Fundo Monetário Internacional
GATT	Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio
Ibovespa	Índice de ações do Brasil
ID	Instrumentos de dívida (na posição de investimento internacional)
LIBOR	Taxa de juros do mercado interbancário de Londres
LP	Longo prazo
OECD	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OIC	Taxa de juros do <i>overnight</i> dos Estados Unidos
OMC	Organização Mundial do Comércio
PIB	Produto interno bruto
PII	Posição de investimentos internacional
RCRB	Índice de preços de commodities
S&P 500	Índice de ações dos Estados Unidos
TC	Transações correntes do balanço de pagamentos
UNCTAD	Comissão das Nações Unidas para Comércio e Desenvolvimento
VIX	Índice de volatilidade financeira do mercado de opções de Chicago

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>9</b>
<b>2</b>	<b>VULNERABILIDADE EXTERNA EM PAÍSES PERIFÉRICOS</b> .....	<b>12</b>
	2.1 ABORDAGENS TRADICIONAIS PARA A VULNERABILIDADE EXTERNA	12
	2.2 NOVAS VULNERABILIDADES EXTERNAS.....	16
	2.3 REVISÃO DAS CONTRIBUIÇÕES DE KEYNES E MINSKY.....	23
<b>3</b>	<b>HIERARQUIA DO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL E VULNERABILIDADE EXTERNA: ASPECTOS HISTÓRICOS</b> .....	<b>28</b>
	3.1 A EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	28
	3.1.1 O sistema de Bretton Woods.....	29
	3.1.2 Globalização financeira .....	32
	3.2 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA.....	40
<b>4</b>	<b>COMPARAÇÃO DAS CRISES DE 2008 E 2020 NO BRASIL</b> .....	<b>53</b>
	4.1 CONTAS EXTERNAS .....	53
	4.1.1 Balanço de Pagamentos .....	58
	4.1.2 Posição de Investimento Internacional .....	62
	4.2 MERCADOS FINANCEIROS .....	65
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>71</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>73</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Países emergentes e em desenvolvimento têm características que criam riscos na integração financeira com o exterior. Isso ocorre apesar dos muitos benefícios esperados com a abertura econômica, tanto para produtores quanto para consumidores. Tais características dizem respeito ao financiamento em moeda conversível para as operações com o exterior (RIBEIRO, 2016). Contribui para isso a integração assimétrica no sistema monetário e financeiro internacional (PRATES, 2005), mais uma das assimetrias existentes para a escola econômica estruturalista (OCAMPO, 2001) e especialmente importante para o escopo do trabalho aqui desenvolvido.

Assim, preocupações relacionadas à vulnerabilidade externa de economias não desenvolvidas são bastante comuns (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Por vulnerabilidade externa, entende-se tradicionalmente o risco de falta de divisas para a realização plena de atividades econômicas com o exterior a curto ou longo prazo – o Brasil em particular sofre de problemas históricos relacionados a isso, visto que já houve crises cambiais e ajustes severos devido a problemas no setor externo da economia (RIBEIRO, 2016). Ainda, é tradicional na experiência brasileira que grandes crises econômicas estejam relacionadas a problemas no setor externo (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018). Biancarelli (2019) lembra até que a restrição externa sempre teve papel de destaque nas reflexões estruturalistas da Comissão Econômica das Nações Unidas para a América Latina e Caribe (CEPAL), chegando ao ponto de motivar a industrialização por substituição de importações nos países latino-americanos.

A preocupação se justifica inclusive pela média deficitária que o Brasil apresenta nas transações correntes do balanço de pagamentos, com eventual volatilidade em ciclos. As contas de rendas primárias têm déficits crônicos a serem financiados geralmente pelas exportações líquidas e pela poupança externa (RIBEIRO, 2016). Infelizmente, tal financiamento nem sempre é possível pela geração de divisas insuficiente (PIRES; NOIJE; CONTI, 2019). Além do déficit estrutural em transações

correntes, uma moeda menos líquida internacionalmente é outro fator que leva à acumulação de passivos externos (SANTIAGO; AMADO, 2017).

Atualmente, diversos países emergentes têm recebido movimentos de capital bastante grandes, com impactos de volatilidade na taxa de câmbio sem que haja necessariamente justificção por condições macroeconômicas internas a eles (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Lembrando que políticas domésticas não são muito eficazes contra esses riscos, Kaltenbrunner e Paineira (2014) se referem explicitamente a tal fenômeno como novas formas de vulnerabilidade externa. Assim, levanta-se preocupações importantes quanto ao contágio de crises internacionais para o Brasil (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020), com consequências para o plano econômico doméstico.

A manifestação da vulnerabilidade em crises justifica o foco do trabalho, que é conduzir uma comparação da Crise Financeira Global e da crise econômica decorrente da pandemia de COVID-19 no Brasil, partindo justamente das teorias da vulnerabilidade externa em países periféricos. Em 2008 e 2009, a crise financeira levou a uma desaceleração importante na economia global, podendo ser superada com mais rapidez nos países emergentes que nas economias avançadas, pelo menos em um primeiro momento (RIBEIRO, 2016). De forma semelhante a 2008 (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014), ocorreram fortes saídas de capitais dos países emergentes em 2020, motivadas pelo ambiente de incerteza causado pela pandemia (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020).

No entanto, a performance do Brasil nesses dois momentos aparenta ser radicalmente distinta. O otimismo extraordinário com a economia brasileira observado na mídia à época da primeira crise era fundamentado no crescimento do país (THE ECONOMIST, 2009). Esse otimismo se esvaiu de maneira completa e generalizada na época da segunda crise, inclusive em posições jornalísticas bem fundamentadas (THE ECONOMIST, 2021).

Assim, o objetivo geral do presente trabalho é “analisar a vulnerabilidade externa da economia brasileira nos choques da Crise Financeira Global de 2008 e na crise decorrente da pandemia de COVID-19 em 2020, considerando a posição subordinada do Brasil na estrutura hierárquica do sistema monetário e financeiro internacional”. Há

três objetivos específicos que auxiliam no cumprimento do objetivo geral, sendo eles: (i) discutir o conceito de vulnerabilidade externa, enfatizando o papel da hierarquia no sistema monetário e financeiro internacional; (ii) examinar como a evolução recente do sistema monetário e financeiro internacional contribuiu para a transformação das vulnerabilidades externas dos países periféricos, enfatizando o caso brasileiro; (iii) a partir de dados empíricos, analisar a vulnerabilidade externa da economia brasileira nas crises de 2008 e 2020.

As hipóteses de trabalho assumidas são uma hierarquia no sistema monetário e financeiro internacional, manifestada pelo poder das diferentes moedas nacionais (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). Tal assimetria penaliza os países emergentes e em desenvolvimento ou periféricos, que se encontram na base da hierarquia (OCAMPO, 2001). Essa vulnerabilidade externa se explicita particularmente nos momentos de crise, justificando o foco do trabalho nesses períodos (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020).

Utiliza-se metodologia qualitativa, envolvendo revisão de literatura e análise de dados empíricos. Os dados utilizados são de registros macroeconômicos, em especial do setor externo da economia, e dos mercados financeiros nacional e internacional. Tendo em vista a qualidade dos dados, privilegia-se fontes oficiais e dados públicos, tais como o Banco Central do Brasil. Da mesma forma, a literatura consultada corresponde a parte da produção acadêmica de pesquisadores renomados na área de estudo do trabalho a nível nacional e internacional.

O trabalho está dividido em cinco grandes seções. Após essa introdução, há três capítulos, respectivamente: sobre a vulnerabilidade externa em países periféricos, sobre aspectos históricos da hierarquia do sistema monetário e financeiro internacional e de análise empírica comparando as crises de 2008 e 2020 no Brasil. Cada capítulo, portanto, aborda um objetivo específico do trabalho, sendo os dois primeiros fundamentalmente de revisão de literatura. Seguem-se as conclusões ao final.

## 2 VULNERABILIDADE EXTERNA EM PAÍSES PERIFÉRICOS

“Parafrazeando Mário Henrique Simonsen, pode-se dizer que as formas ‘novas’ de manifestação da vulnerabilidade aleijam, mas a tradicional escassez de divisas mata.” (BIANCARELLI, 2019, p. 237)

Este capítulo conceitua a vulnerabilidade externa, ressaltando posições hierárquicas existentes no sistema monetário e financeiro internacional. Isso vai ao encontro do primeiro objetivo específico. O capítulo é subdividido em três seções, que dizem respeito às tradicionais e novas abordagens para o fenômeno da vulnerabilidade externa, bem como às contribuições de Keynes e Minsky para o entendimento do fenômeno.

### 2.1 ABORDAGENS TRADICIONAIS PARA A VULNERABILIDADE EXTERNA

A vulnerabilidade externa é caracterizada na sua manifestação tradicional pela dificuldade em obter o volume de moeda estrangeira necessário para liquidar as obrigações advindas de operações econômicas com o exterior. Há duas maneiras principais de defini-la mais precisamente: por exposição e resiliência a choques ou por liquidez e solvência externas (RIBEIRO, 2016).

A primeira maneira envolve o risco de uma crise econômica ser iniciada por choque externo: os impactos podem ocorrer no crescimento, no emprego, na inflação, nas contas públicas, entre outros. Como medida de proteção, os países podem previamente acumular reservas internacionais ou controlar os capitais de curto prazo que serão admitidos em sua economia. Tais medidas são particularmente importantes em países emergentes (RIBEIRO, 2016). Essers (2013) define os componentes da vulnerabilidade para essa vertente: a exposição a choques externos e a resiliência para neutralizá-los. Matematicamente, a diferença desses dois termos é multiplicada pela probabilidade de choques acontecerem. Enquanto a resiliência advém de decisões de

política econômica, a exposição depende da trajetória financeira e institucional do país a mais longo prazo (ESSERS, 2013). Noije (2014) ainda cita Gonçalves (1999)<sup>1</sup> para definição semelhante, envolvendo a capacidade de resposta do país a pressões e choques externos.

Nesta visão, Ribeiro (2016) analisa fluxos, tamanhos e trajetórias das rubricas do balanço de pagamentos para entender exposição e resiliência a choques; bem como a conjuntura macroeconômica no que impacta o setor externo pelo comércio ou pelas finanças. O balanço de pagamentos é muito importante aqui por ser o registro contábil das transações econômicas<sup>2</sup> e financeiras de um país com o exterior em um determinado período (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).

Há também uma segunda definição tradicional de vulnerabilidade externa, complementar à primeira. Seus dois termos centrais são liquidez e solvência, ambos relativos à sustentabilidade das contas externas. A liquidez envolve as necessidades de pagamento imediatas e os meios disponíveis (ativos externos ou financiamento) para cumpri-las, sendo, portanto, relativa ao curto prazo. A solvência diz respeito aos estoques em uma dinâmica intertemporal, a fim de evitar uma trajetória explosiva dos passivos externos. Esse meio de análise é da preferência de diversos estudos aplicados, incluindo os do Fundo Monetário Internacional (RIBEIRO, 2016).

O estudo de Prates e Cunha (2014), por exemplo, utiliza a segunda definição, de liquidez e solvência. Assim, a mensuração da vulnerabilidade externa de curto prazo, chamada de liquidez externa, pode ser feita na razão entre o passivo externo de curto prazo e as reservas internacionais do país. Outros indicadores são possíveis com desdobramentos e variações dessa lógica, envolvendo as reservas internacionais como recursos disponíveis para potenciais pagamentos em até um ano (PRATES; CUNHA, 2014). Ou seja, enquanto problemas de liquidez são conjunturais, problemas de

---

<sup>1</sup> GONÇALVES, R. (1999) "Maxidesvalorização, vulnerabilidade externa e a crise brasileira". **Revista Ensaios FEE**, Vol. 27, núm 1, pág 50-69, Porto Alegre (RS).

<sup>2</sup> Os resultados em transações correntes do balanço de pagamentos podem ser interpretados por três óticas: variação da riqueza externa líquida, diferença entre renda e absorção doméstica e investimento estrangeiro líquido. Assim, por exemplo, uma economia com déficit em transações correntes aumentou seu endividamento externo, absorvendo mais renda que produziu e atraindo poupança do exterior (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).

solvência são estruturais – e ambos podem ser analisados pelos estoques de passivos e ativos externos (RIBEIRO, 2016).

Para manter a liquidez de curto prazo, é importante que se tenha um nível adequado de reservas internacionais. Além disso, investimentos diretos devem ter preferência frente a créditos de curto prazo, melhorando a composição do passivo externo (RIBEIRO, 2016). Nesse último particular, pode-se analisar qualitativamente a composição dos passivos externos, considerando potenciais mudanças nos preços e taxas de câmbio sobre os estoques (NOIJE, 2014). Ribeiro (2016) chama a atenção para como as variáveis em geral são medidas relativamente ao PIB de cada país, de modo que alterações no tamanho da economia influenciam na sua importância também.

Uma maneira de medir a solvência externa é pela razão entre o passivo externo líquido e as exportações, visto que países em desenvolvimento e emergentes como o Brasil adquirem dessa forma as divisas necessárias para pagar a taxa de remuneração do supracitado passivo. Novamente, pode haver variações do indicador com ênfases distintas: serviço do passivo e/ou exportações de manufaturados (PRATES; CUNHA, 2014). O passivo externo líquido é formado, a cada período, pelo saldo anterior com sua remuneração e acréscimos do resultado em transações correntes (ADLER; SOSA, 2013<sup>3</sup> *apud* RIBEIRO, 2016), incluindo o devido ajuste a movimentos de preços e câmbio quando necessário (NOIJE, 2014).

Para manter a solvência de longo prazo, a poupança externa deve ser investida na produção de bens comercializáveis, e menos em consumo ou gastos públicos. Regulações que impeçam captações financeiras no exterior para investimentos em ativos domésticos com potencial de bolha também são importantes. Da mesma forma, crescimentos muito rápidos da economia devem ser evitados porque costumam impactar negativamente no setor externo (RIBEIRO, 2016). Essers (2013) sugere aos países uma agenda de foco às exportações, inclusive com diversificação de parceiros econômicos, e de maior desenvolvimento financeiro.

---

<sup>3</sup> ADLER, G.; SOSA, S. **External conditions and debt sustainability in Latin America**. International Monetary Fund, 2013. (Working Paper, n. 13/27)



Em termos de oportunidade, Ribeiro (2016) diz, citando Reisen (1998)<sup>4</sup>, que períodos de boa liquidez internacional podem proporcionar poupança externa a ser aplicada em investimentos importantes do ponto de vista da renda e da produtividade, particularmente se gerarem divisas futuras. Assim, cabe aos países periféricos a escolha entre gerenciamento do déficit e crescimento com risco, mantendo o setor externo solvente. (REISEN, 1998 *apud* RIBEIRO, 2016). Porém é interessante que a atenção à exposição e resiliência continue, bem como à probabilidade de choques, independente da situação (ESSERS, 2013). Um estudo de Resende e Amado (2007) vê realmente uma importante conexão cíclica entre os ciclos econômicos latino-americanos e a liquidez internacional entre 1970 e 2002: a liquidez internacional tende a levar crescimento econômico à região. O Brasil é mais impactado pelo cenário internacional que México e Argentina, segundo o estudo (RESENDE; AMADO, 2007).

As considerações de prudência são importantes se considerarmos que países com déficits crônicos nas transações correntes e com moedas pouco líquidas internacionalmente tendem a desequilíbrios crescentes, visto que o passivo externo se acumula (SANTIAGO; AMADO, 2017). O que se observa historicamente é que quando havia um choque externo, as reservas internacionais de tais países não raro eram insuficientes para equilibrar o balanço de pagamentos, transformando a vulnerabilidade em uma crise externa de fato. Essa dificuldade de financiamento causava desvalorizações cambiais e expectativas negativas, o que por sua vez alimentava mais ainda o processo de saída de capitais do país devedor (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020).

Por fim, relembando o artigo clássico de Eichengreen, Hausmann e Panizza (2007), pode-se dizer que é um pressuposto de toda a lógica tradicional sobre a vulnerabilidade externa aqui apresentada que a moeda nacional não pode ser usada na denominação de passivos externos em países emergentes e em desenvolvimento, sendo necessário para esse fim o uso de moeda forte. Tal fato era tido como o “pecado original” das crises cambiais e do balanço de pagamentos dos países em questão,

---

<sup>4</sup> REISEN, H. **Sustainable and excessive current account deficits**. Helsinki: The United Nations University, 1998. (Wider Working Paper, n. 133).

causando um problema de incompatibilidade de moedas a ser diagnosticado e resolvido. Outra vertente teórica com o mesmo resultado explica a fragilidade da situação externa de tais países por conta de uma intolerância à dívida derivada de características negativas de *path dependency* institucional – e a própria teoria da incompatibilidade de moedas (*currency mismatch*) pode ser considerada uma terceira vertente de estudo para o fenômeno também (EICHENGREEN; HAUSMANN; PANIZZA, 2007). A incapacidade de denominar dívidas externas na própria moeda nacional do país leva inclusive a uma dinâmica na qual crises cambiais se tornam crises bancárias, considerando que a capacidade dos devedores quitarem suas dívidas depende da variação cambial (PRATES, 2005).

## 2.2 NOVAS VULNERABILIDADES EXTERNAS

Para além da lógica tradicional, abordada na seção anterior, a globalização financeira causou mudanças nas vulnerabilidades externas dos países emergentes. Os efeitos da globalização financeira nesses países podem então ser discutidos a partir dos conceitos centro-periferia, hierarquia de moedas e finanças subordinadas (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020).

Mas antes de entrar nesses tópicos, é importantíssimo esclarecer que a vulnerabilidade externa dos países em questão diminui significativamente quando os seus ativos financeiros, mesmo denominados na moeda nacional, continuam sendo demandados pelos investidores internacionais. Tal condição fundamental se verifica atualmente, em contraposição a outros períodos históricos. (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). Ou seja, a nova forma da vulnerabilidade externa, caracterizada pela aceitação da moeda nacional nos passivos externos, é mais branda do que a antiga forma, que envolvia a possibilidade constante de crises efetivas no balanço de pagamentos (BIANCARELLI, 2019).

Para abordar a questão centro-periferia, começamos com o texto de Ocampo (2001), oportunamente publicado pela CEPAL. Essa dinâmica centro-periferia está presente em assimetrias macroeconômicas e financeiras, instabilidades e problemas derivados de uma globalização incompleta no sistema financeiro internacional vigente.

Países emergentes e em desenvolvimento (ou periféricos), em particular, têm poucas escolhas sob o atual sistema internacional, visto que se espera deles que conduzam distúrbios e políticas impostas desde fora às suas próprias economias. Assim, no plano financeiro, a escolha possível é entre isolamento dos mercados financeiros internacionais ou a possibilidade de alta volatilidade e contágio de crises financeiras (OCAMPO, 2001). Tais assimetrias e riscos são de particular importância para o trabalho aqui desenvolvido, conforme o primeiro dos conceitos tradicionais de vulnerabilidade anteriormente discutidos.

Ademais, diz Ocampo (2001), enquanto o centro cria os ciclos e os choques econômicos, espera-se da periferia que faça reações pró-cíclicas em nome da credibilidade. Com a ressalva que há uma hierarquia também dentro do centro, é importante lembrar que o uso internacional das moedas do centro garante aos países centrais uma grande vantagem (OCAMPO, 2001), visto que, diferentemente dos países periféricos, eles podem definir suas políticas monetárias simplesmente por objetivos internos. Os países periféricos têm sempre de ajustar sua política monetária a um cenário exógeno (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014). Assim, nota-se que decisões dos países do centro têm externalidades para os demais países, mas ainda de maneira desigual: choques financeiros impactam mais as economias emergentes, enquanto choques comerciais tradicionais ainda são muito mais importantes para as economias em desenvolvimento. O autor lembra, no entanto, que emergentes que ganham espaço tal no sistema internacional que seu ciclo econômico interno influencie o ciclo internacional conseguem adquirir particular e benéfica autonomia para a adoção de políticas (OCAMPO, 2001).

Outra questão importante para o entendimento das vulnerabilidades externas, a hierarquia de moedas é liderada pelo dólar e seguida por outras moedas, conforme o grau de liquidez internacional de cada uma (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). Por uma classificação complementar, em ordem decrescente de importância, há a moeda principal, as moedas mestres, as negociadas e as neutras (STRANGE, 1971<sup>5</sup> *apud*

---

<sup>5</sup> STRANGE, S. 1971. **Sterling and British Policy**: A Political Study of an International Currency in Decline, London, Oxford University Press.

KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018). Ou seja, outros países desenvolvidos conseguem emitir moedas com liquidez internacional intermediária, motivando uma posição também intermediária para si. Países periféricos, porém, têm moedas que compõem a base da hierarquia: não há demanda por elas fora das fronteiras do país emissor<sup>6</sup>. A maneira encontrada para que tais moedas se tornem e se mantenham atrativas para os investidores externos é o pagamento de um prêmio de liquidez nos juros ou nos ganhos de capital dos ativos nelas denominados, compensando sua relativa iliquidez internacional (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). Ou seja, as moedas dos países emergentes podem assim ser usadas como ativo especulativo (BRUNNERMEIER; NAGEL; PEDERSEN, 2008<sup>7</sup> *apud* KALTENBRUNNER, 2018), adquirindo uma liquidez apenas condicional ou cíclica (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014). Isso é visível por exemplo no período anterior à crise de 2008, no qual houve apreciação anormal das moedas emergentes em geral e movimentos coordenados entre elas (KALTENBRUNNER, 2018).

A taxa de juros de um país pode ser decomposta em uma taxa básica de referência para a economia mundial, um prêmio pela iliquidez relativa da moeda, o risco-país (político e de mercado) e a variação cambial esperada. Destes, somente o risco-país e a expectativa de variação cambial podem ser trabalhados desde dentro do país por serem independentes da hierarquia do sistema monetário e financeiro internacional (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014). Nos países emergentes, uma fixação da taxa de juros abaixo do patamar aceito pelo mercado leva à fuga de capitais e à associada depreciação cambial sem contratendências, diferentemente de países emissores de moedas aceitas internacionalmente (CARNEIRO, 1999<sup>8</sup> *apud* PRATES, 2005). Essa regra dificulta a adoção de políticas anticíclicas pelos países emergentes e em desenvolvimento, particularmente quando o grau de abertura financeira for grande

---

<sup>6</sup> O conceito de conversibilidade, muito próximo ao de liquidez internacional, é utilizado por Prates (2005). A conversibilidade de uma moeda é o seu uso internacional como meio de pagamento, unidade de conta e ativo de reserva. O grau de conversibilidade das diversas moedas condiz com a hierarquia, de modo que apenas o dólar americano é plenamente conversível (PRATES, 2005).

<sup>7</sup> Brunnermeier, M.K., S. Nagel & L.H. Pedersen. 2008. Carry Trade and Currency Crashes. **NBER Macroeconomics Annual**, vol. 23, 313-347.

<sup>8</sup> CARNEIRO, R. M. (1999) "Globalização financeira e inserção periférica". **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, p. 58-92.

(PRATES, 2005). Pode-se utilizar a taxa de juros do país periférico para regular a atratividade da moeda, e assim conduzir indiretamente sua taxa de câmbio a um patamar desejável, mas sabendo que cada um dos componentes que a determina é muito volátil no caso desses países e mudanças meramente psicológicas podem ter grandes impactos (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014).

Além dos prejuízos macroeconômicos que a necessidade de juros mais altos causa no crescimento, a volatilidade excessiva das moedas dos países emergentes dificulta seu uso internacional, ou seja, sua própria ascensão na hierarquia de moedas. Há assim uma tendência à manutenção da hierarquia corrente, beneficiando os países com moedas já consolidadas internacionalmente. Adicionalmente, a valorização do capital de países desenvolvidos nos países emergentes significa efetivamente uma transferência de recursos para o exterior, ao mesmo tempo que prejudica o horizonte fiscal dos emergentes por aumentar a dívida pública e seu potencial de crescimento por redirecionar recursos para o consumo (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018). Paula, Fritz e Prates (2020) chegam a mencionar uma estimativa da UNCTAD (2019)<sup>9</sup> que indica que entre 2000 e 2018 o lucro dos países centrais com o diferencial de retornos entre as economias avançadas e dezesseis economias emergentes foi de cerca de 440 bilhões de dólares americanos ao ano.

Por fim, além de assimetrias centro-periferia em termos macroeconômicos, comerciais e de propriedade intelectual, há importantes assimetrias financeiras e de investimento nos países emergentes e em desenvolvimento (OCAMPO, 2001). Os mercados financeiros periféricos enfrentam pressões grandes demais para seu tamanho, desequilíbrios entre ativos e passivos externos, diferenças entre prazos financeiros domésticos e externos e mercados de títulos ainda pouco desenvolvidos (ECLAC, cap. 8, 2000<sup>10</sup>; STUDART, 1996<sup>11</sup> *apud* OCAMPO, 2001). Essas pressões ocorrem na forma de fortes fluxos de capital, levando a movimentos nas taxas de

---

<sup>9</sup> UNCTAD 2019. 'Managing capital inflows to reduce resource transfer from developing to developed countries', **Policy Brief** no. 17, December.

<sup>10</sup> ECLAC (Economic Commission for Latin America and the Caribbean) (2000), **Equity, Development and Citizenship**, (LC/G.2071(SES.28/3)), Santiago, Chile.

<sup>11</sup> Studart, Rogério (1996), "The efficiency of the financial system, liberalization and economic development", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 18, No. 2.

câmbio que são desconexos dos fundamentos macroeconômicos objetivos do país (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Pequenos investidores seguem movimentos de mercado dos protagonistas nos mercados financeiros nesse sentido, causando bolhas especulativas e colapsos de preços (COUTINHO; BELLUZZO, 1996<sup>12</sup> *apud* PRATES, 2005).

Quando as alocações de portfólio se tornam parte importante desses fluxos de capital, há um esvaziamento da capacidade das políticas domésticas. A ortodoxia econômica recomenda medidas como bons níveis de reservas internacionais, bons fundamentos macroeconômicos internos, desenvolvimento financeiro no país, melhorias institucionais e diminuição no nível de dívida externa de curto prazo; todas medidas que perdem força em diminuir a vulnerabilidade externa do país no cenário em questão (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Ou seja, políticas nacionais, como regimes de política monetária ou regulação bancária trazem altos custos e retornos bastante limitados sob o atual sistema, visto que a raiz dos problemas não é de práticas internas aos países periféricos (OCAMPO, 2001). Apesar disso, esperando retiradas bruscas das posições de agentes financeiros externos, as economias emergentes acumularam um grande nível de reservas internacionais nos últimos anos. Com exceção da China, os próprios fluxos de capital que possibilitaram a aquisição da maioria dessas reservas (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020).

Sobre os fluxos de capital, Paula, Fritz e Prates (2020) colocam que:

A maior presença de investidores estrangeiros em mercados de capitais locais aumentou a transmissão de choques financeiros internacionais para esses mercados, uma vez que ondas de entrada e saída de não-residentes afetam não apenas preços de ativos, mas também taxas de câmbio (PAULA; FRITZ; PRATES; 2020, p. 15, tradução livre do autor). 1

Isso se traduz em uma valorização dos mercados financeiros emergentes em períodos normais, à medida que eles recebem investimentos do exterior (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020), particularmente se os mercados forem grandes e mais líquidos

---

<sup>12</sup> COUTINHO, L., BELLUZZO, L. G. M. (1996) "Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas". **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 7, p. 129-154.

(CHESNAIS, 1997<sup>13</sup> *apud* PRATES, 2005). Quando há mudanças na política monetária dos países centrais ou na preferência pela liquidez dos agentes, revertendo o cenário, as posições dos investidores estrangeiros são desfeitas, levando à depreciação dos ativos e moedas emergentes (RAMOS, 2019<sup>14</sup> *apud* PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). Um indicador de estresse financeiro que pode ser utilizado para caracterizar o cenário internacional é o índice VIX, da volatilidade das opções de Chicago (REY, 2015). Considerando que as obrigações que os investidores internacionais têm que cumprir estão denominadas nas moedas centrais do sistema, suas moedas de financiamento, eles têm necessidade de desfazer as posições investidas na periferia (ou seja, converter a moeda periférica em moeda forte) assim que há uma depreciação da moeda periférica: isso foi apelidado de “pecado original restaurado” (CARSTENS; SHIN, 2019<sup>15</sup>, HOFFMANN *et al*, 2020<sup>16</sup> *apud* PAULA; FRITZ, PRATES, 2020). A respeito dessa dinâmica, Ocampo (2001) lembra que os riscos envolvidos com a abertura generalizada dos mercados financeiros geralmente são acumulados justamente em períodos favoráveis, durante os quais não há incentivos para ajustes. Nesse ambiente, países emergentes e em desenvolvimento têm uma perda de autonomia de política jamais recuperada (OCAMPO, 2001).

A recorrência dos movimentos de queda indica que depreciações das moedas emergentes se amplificam, ou seja, há uma aceleração automática da volatilidade nos países periféricos (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). Isso ocorre porque os fluxos de capitais são muito grandes para a escala dos mercados financeiros emergentes, causando instabilidade para as economias locais, ainda que suas participações não sejam tão grandes no total dos ativos e passivos (STUDART, 2006<sup>17</sup> *apud* PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). Os mercados financeiros da Ásia e da América Latina em

---

<sup>13</sup> CHESNAIS, F. (1997) **La mondialisation du capital, nouvelle édition augmentée**. Paris: Syros.

<sup>14</sup> Ramos, R.A. 2019. 'A Minskyan account of emerging currencies dynamics', **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 42, no. 4, 638-661, <https://doi.org/10.1080/01603477.2019.1640066>.

<sup>15</sup> Carstens, A. and Shin, H.S. 2019. 'Emerging markets aren't out of the woods yet'. **Foreign Affairs**, March 15.

<sup>16</sup> Hofmann, B., Shim, I. and Shin, H.S. 2020. 'Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the COVID-19 pandemic', **BIS Bulletin** no. 5, April.

<sup>17</sup> Studart, R. 2006. 'Integrating uneven partners: The destabilizing effects of financial liberalization and internationalization of Latin American economies.' In Vernengo, M. (ed.), **Money Integration and Dollarization**. Cheltenham, Edward Elgar.

particular são pequenos e especulativos (FREITAS; PRATES, 2003<sup>18</sup> *apud* PRATES, 2005). Tamanha volatilidade cambial pode ser danosa a agentes econômicos internos, considerando a possibilidade de haver passivos em moeda estrangeira e a dificuldade em formar expectativas de longo prazo para o preço macroeconômico fundamental que é a taxa de câmbio. Esse último efeito tem particular importância para o setor industrial e tende a desviar empresas não-financeiras de suas atividades-fim (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Considerando as conexões financeiras internacionais que existem de maneira generalizada, situações concretas em que o desinvestimento generalizado acontece têm impactos complexos. Os efeitos são díspares nos agentes econômicos do país emergente, inclusive no próprio setor público (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). Santiago e Amado (2017) falam de possíveis impactos negativos envolvendo a expectativa de pagamento dos credores nacionais por conta da volatilidade cambial e no emprego e na renda quando ativos nacionais são desvalorizados.

Assim, explicadas as relações básicas envolvendo as moedas, pode-se partir para a explicação, constante em Noije (2014), de como os passivos externos denominados em moeda nacional são desvalorizados em conjunturas desfavoráveis por dois efeitos distintos. Em épocas de crise, é natural que os preços dos ativos financeiros caiam, ainda mais se estiverem inflados por serem demandados por não-residentes da economia em questão. Além disso, o forte desinvestimento com a saída desses investidores estrangeiros dos mercados leva a uma considerável depreciação da moeda. Portanto, se considerados em moeda forte internacional, os passivos externos denominados em moedas nacionais tornam-se menores automaticamente. Esses movimentos desvinculam os estoques dos fluxos no setor externo (NOIJE, 2014), de modo muito positivo para os países emergentes (BIANCARELLI, 2019). Kaltenbrunner e Pinceira (2018), por outro lado, além de lembrarem da possibilidade de deterioração da liquidez e da solvência quando há um grau considerável de passivos externos em moeda forte, argumentam que a desvalorização das moedas nacionais

---

<sup>18</sup> FREITAS, M. C. P., PRATES, D. M. (2003) "Sistema financeiro e desenvolvimento: as restrições das novas regras do comitê da Basileia sobre os países periféricos". In: J. C. Ferraz, M. Crocco e L. A. Elias, **Liberalização econômica e desenvolvimento: modelos, políticas e restrições**. São Paulo: Futura.



periféricas também reforça a posição subordinada dessas moedas na hierarquia internacional porque isso causa uma diminuição automática nos prêmios de iliquidez pagos por tais moedas (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018).

Como recomendação de política, Paula, Fritz e Prates (2020), bem como Kaltenbrunner e Paineira (2018), afirmam que talvez seja necessário regular a conta capital. Biancarelli (2019) sugere cooperação financeira regional como política útil para a proteção externa. O autor também se baseia em Prates e Fritz (2016)<sup>19</sup> para sugerir regulação prudencial, controles de capital e regulação dos mercados de derivativos; bem como em Rey (2013) para medidas macroprudenciais visando a limitar a transmissão dos ciclos de liquidez para o crédito interno. Conti, Prates e Plihon (2014) são igualmente críticos à abertura financeira. Por fim, Biancarelli (2019) ainda lembra do sucesso das regulações aplicadas no Brasil entre 2009 e 2012 para moderar os fluxos de capital e assim a taxa de câmbio.

Kaltenbrunner e Paineira (2014) defendem um sistema de controle de capitais permanente e ajustado à realidade de cada país, e não apenas em épocas de distorções mais acentuadas como parte da literatura. É desejável, para os autores, que se exija dos agentes financeiros o financiamento e o investimento na mesma moeda (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Kaltenbrunner (2018) recomenda “uma administração prudente desses fluxos de capitais [...] para reduzir a volatilidade do câmbio e para administrar a integração de economias emergentes na economia mundial de modo mais sustentável” (p. 29, em tradução livre do autor) 2.

### 2.3 REVISÃO DAS CONTRIBUIÇÕES DE KEYNES E MINSKY

Há contribuições teóricas diversas que podem ser aplicadas no estudo da integração financeira assimétrica atual, como demonstrado por Kaltenbrunner e Paineira (2018), que chegam a lembrar das tradições estruturalista, marxista e da teoria da dependência, além da própria literatura de Economia Política Internacional. Os

---

<sup>19</sup> Prates, D. M. e B. Fritz (2016), “Beyond capital controls: regulation of foreign currency derivatives markets in the Republic of Korea and Brazil after the global financial crisis”. **CEPAL Review**, N° 118, págs. 183-201.

autores partem principalmente da teoria keynesiana de preferência pela liquidez para afirmar que as moedas com menos liquidez serão influenciadas pelas condições das mais líquidas, o que traz consequências para o funcionamento das finanças internacionais de modo particularmente negativo aos países periféricos (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018). A ideia é estender a teoria de preferência pela liquidez para economias abertas (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014).

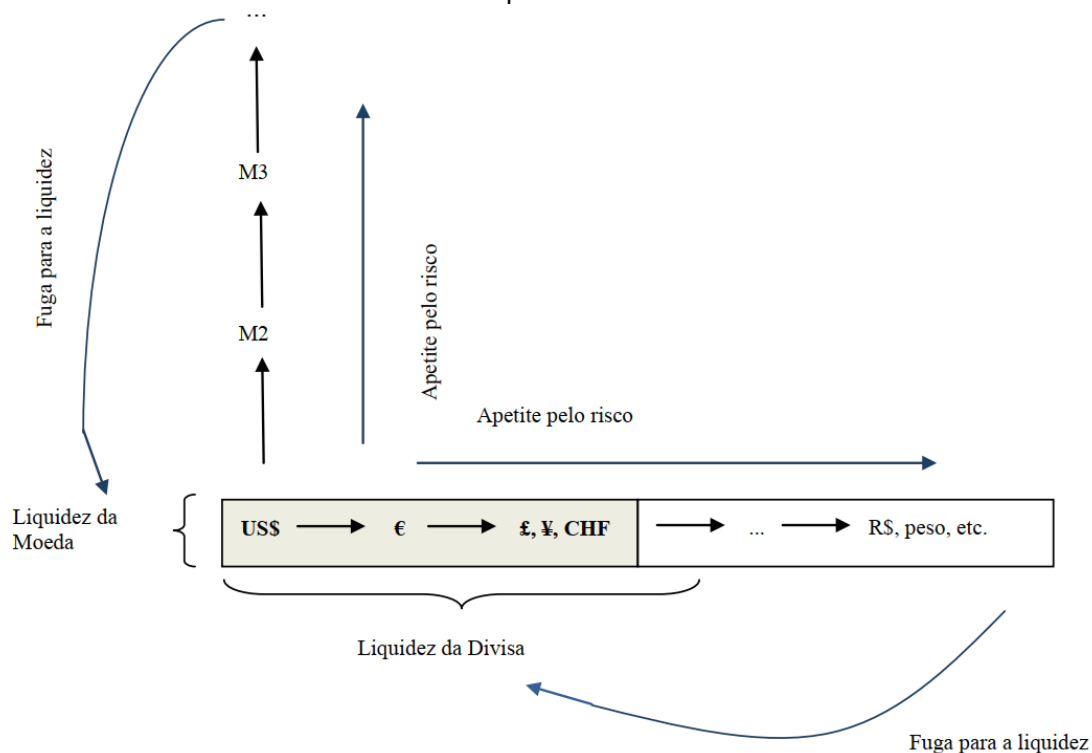
Dividindo as moedas nos dois grupos (do centro e da periferia), Kaltenbrunner e Paineira (2018) afirmam que há as moedas centrais e menos atrativas em rentabilidade, que também têm por característica a alta liquidez e a segurança que projetam. Por outro lado, há as moedas menos líquidas, de caráter subordinado, que devem pagar um prêmio pela sua iliquidez relativa no rendimento dos ativos nelas denominados – assim atraindo recursos para os países que as utilizam durante períodos favoráveis. Em momentos de incerteza, no entanto, os investidores buscam proteção nas moedas centrais, o que pode se manifestar em movimentos fortes de capitais e de taxas de câmbio que desfavorecem os países de fora do centro. Essa visão pós-keynesiana contrasta com a antiga visão *mainstream*, segundo a qual o determinante da impossibilidade de haver dívidas em moeda doméstica nos países emergentes vem de suas inflações passadas (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018). Portanto, da mesma forma que Keynes teorizou a preferência pela liquidez com o dinheiro chefiando a hierarquia, no sistema internacional a moeda de referência é o dólar, contra a qual todas as outras moedas têm de pagar algum bônus de liquidez (KALTENBRUNNER, 2018).

Kaltenbrunner (2018) se baseia também em outros pontos da teoria keynesiana e do realismo crítico, tais como incerteza fundamental na operação do mercado e diversidade de métodos na formação de expectativas, criticando supostos fundamentos estáveis e universais a longo prazo para a taxa de câmbio. Ela conclui que a internacionalização das moedas dos países emergentes e em desenvolvimento foi subordinada, de modo que os fluxos de divisas são voláteis e motivados por retornos imediatos nesses países, e que isso prejudica a qualidade de novos fluxos em um ciclo vicioso: sabendo da fragilidade de muitas moedas, posições longas nelas acabam desencorajadas, perpetuando a mesma fragilidade. Assim, as especificidades de

economias emergentes se fazem sentir no mercado de moeda estrangeira (KALTENBRUNNER, 2018).

A respeito dessa linha de pensamento keynesiana e agregando a hierarquia de moedas, Conti, Prates e Plihon (2014) montaram uma matriz ilustrativa que inclui os próprios ativos nacionais ou internos. A liquidez de mercado desses ativos é determinada pelas instituições, pelo tamanho do mercado, pela sua história e pelos seus agentes – não deve ser confundida com a liquidez internacional da moeda do país, portanto. Assim, no esquema elaborado, a liquidez cai e o retorno cresce conforme se vai acima e à direita, sendo a liquidez internacional das moedas decrescente na horizontal e a liquidez dos ativos em si decrescente na vertical. Em épocas de apetite pelo risco, investidores internacionais assumem posições cada vez mais acima e à direita em busca de maiores retornos, eventualmente demandando mais uma vez a liquidez das moedas centrais e dos ativos mais líquidos que estejam nelas denominados (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014).

**Esquema 1** – Liquidez internacional das moedas, liquidez dos mercados e determinantes dos movimentos de demanda pelos diferentes ativos e moedas



Fonte: Conti, Prates e Plihon (2014, p. 353).

O arcabouço teórico de fragilidade financeira de Minsky (1986)<sup>20</sup>, explicado por Santiago e Amado (2017), também pode auxiliar a compreensão geral do fenômeno das vulnerabilidades externas em países periféricos. Essa teoria envolve três tipos de unidades financeiras com níveis distintos de vulnerabilidade. As unidades hedge têm expectativas de fluxo de caixa sempre suficientes para pagar suas obrigações, as unidades especulativas não esperam receitas suficientes para quitar algumas parcelas do principal contraído e as unidades Ponzi têm fluxos de caixa futuros insuficientes para pagar o principal e os juros (MISKY, 1986 *apud* SANTIAGO; AMADO, 2017). Aqui é importante que os próprios países podem ser considerados hedge, especulativos ou Ponzi de acordo com sua situação externa (DE PAULA; ALVES JR, 1999<sup>21</sup> *apud* SANTIAGO; AMADO, 2017). Assim, as unidades hedge têm boa capacidade de geração de divisas e moedas com elevada liquidez externa. As unidades especulativas estão menos favorecidas, de maneira que precisam se refinarçar com credores externos ou reservas com certa frequência. As unidades Ponzi são o caso negativo mais extremo de insustentabilidade (SANTIAGO; AMADO, 2017).

Considerando tal adaptação da teoria e partindo de uma situação de alta liquidez internacional, quando há uma reversão de expectativas os capitais saem dos países que são unidades especulativas e Ponzi. Os países que são unidades hedge conseguem cumprir seus compromissos tranquilamente. A mudança de ciclo aumenta o custo do passivo externo dos países que são unidades especulativas e Ponzi, de maneira que sua solvência é adicionalmente prejudicada (SANTIAGO; AMADO, 2017). Há incapacidade desses países em gerar moeda forte de maneira autônoma, inclusive porque países com moedas cuja liquidez internacional é baixa ficam restritos às transações correntes do balanço de pagamentos para gerar divisas – sua vulnerabilidade externa é permanente (RESENDE; AMADO, 2007). Ou seja, durante épocas favoráveis em liquidez internacional e percepção de riscos, há investimentos financeiros no país periférico, levando a uma apreciação gradual da sua moeda. Cenários negativos, tais como crises internacionais, levam à diminuição da demanda

---

<sup>20</sup> Minsky, H. P. (1986) **Stabilizing an Unstable Economy**, Yale University Press.

<sup>21</sup> De Paula, L.F. e Alves JR. A.J.A. (1999) "Fragilidade Financeira Externa e os Limites da Política Cambial no Real". **Revista de Economia Política**, 19(1), p. 72-93.

dessa moeda para especulação na forma de significativos desinvestimentos, que internalizam dinâmicas externas negativas para a economia nacional, com a instabilidade e a incerteza associadas (SANTIAGO; AMADO, 2017). Pode-se dizer que em tais cenários os agentes financeiros fogem para a qualidade das moedas centrais do sistema (PRATES, 2005, CONTI; PRATES; PLIHON, 2014, PAULA; FRITZ; PRATES, 2020).

Em um último comentário sobre a preferência pela liquidez, Santiago e Amado (2017), citando Amado (2004)<sup>22</sup>, afirmam que a demanda por moeda para especulação pode aumentar com a disponibilidade de mais ativos para os portfólios dos agentes e a presença de forte volatilidade no contexto dos mercados financeiros periféricos. Considerando que a instabilidade em preços financeiros motiva um aumento interno da preferência pela liquidez, as taxas de juros internas se elevam e isso prejudica o investimento real na economia (AMADO, 2004 *apud* SANTIAGO; AMADO, 2017).

Esse capítulo abordou os aspectos tradicionais e novos das vulnerabilidades externas, buscando conceituar e contextualizar devidamente o problema para viabilizar posteriores análises históricas e empíricas. O capítulo seguinte aborda esse contexto, a hierarquia do sistema monetário e financeiro internacional com seus impactos nos países periféricos, a partir de um ponto de vista histórico e com foco na situação brasileira.

---

<sup>22</sup> Amado, A.M. (2004) "Preferência pela Liquidez: o Novo Contexto Financeiro Internacional Inviabiliza a Teoria?" **Revista de Economia Política**, 24(4), p. 500-13.

### 3 HIERARQUIA DO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL E VULNERABILIDADE EXTERNA: ASPECTOS HISTÓRICOS

“A beleza em estudar o sistema monetário e financeiro internacional também está em perceber sua relevância abrangente para as nossas vidas econômicas.” (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019, p. 889, tradução livre do autor). 3

Em linha com o segundo objetivo específico, este capítulo examina a transformação histórica da vulnerabilidade externa dos países periféricos, dando foco especial ao Brasil, a partir do desenvolvimento do sistema monetário e financeiro internacional. Duas seções compõem o capítulo: a evolução do sistema monetário e financeiro internacional e a experiência brasileira.

#### 3.1 A EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL

É importante relacionar ao estudo da vulnerabilidade externa o conhecimento histórico do sistema monetário e financeiro internacional, visto que qualquer sistema monetário internacional histórico tem uma moeda, um regime de câmbio e um grau de mobilidade de capitais peculiares (PRATES, 2005). Pode-se adicionar uma hierarquia como característica básica do sistema (MIRANDA, 1995<sup>1</sup> *apud* PRATES, 2005), lembrando também que o sistema financeiro é determinado pelas características do sistema monetário (KEYNES, 1980<sup>2</sup> *apud* PRATES, 2005).

Há um motivo geopolítico e geoeconômico e um motivo prático que explicam a predominância de uma moeda no sistema internacional (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014). Nessa linha, primeiramente, uma moeda nacional é tornada internacional pelo tamanho e integração da economia emissora, seu poder político e suas ações

---

<sup>1</sup> MIRANDA, J. C. (1998) “A dinâmica financeira da crise asiática”. **Revista Política Externa**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 4, p. 130-150.

<sup>2</sup> KEYNES, J. M. (1980) **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, v. XXV, activities 1940-44: Shaping the Post-War World, the Clearing Union, D. Moggridge (ed.). Londres: Macmillan.

deliberadas no sentido de internacionalizar a moeda (DE CONTI, 2011<sup>3</sup> *apud* CONTI; PRATES; PLIHON, 2014). O motivo prático por trás do uso de uma única moeda vem das externalidades positivas no sentido da facilitação de trocas que são semelhantes tanto no uso internacional quanto nacional de uma única moeda (KRUGMAN, 1991<sup>4</sup> *apud* CONTI; PRATES; PLIHON, 2014).

Tendo isso em vista, a evolução do sistema monetário e financeiro internacional será dividida em duas subseções de análise. A primeira considera o antigo sistema de Bretton Woods e a internacionalização financeira e a segunda diz respeito à globalização financeira mais recente.

### 3.1.1 O sistema de Bretton Woods

O sistema monetário internacional atual vem fundamentalmente do colapso do sistema de Bretton Woods. Esse sistema anterior já dava ao dólar, moeda nacional dos Estados Unidos da América, o papel de moeda de referência, mas as demais características do sistema mudaram desde então (PRATES, 2005). O dólar começou a ser usado como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor em todo o planeta logo após a definição do sistema de Bretton Woods, quando boa parte das demais moedas nacionais ainda não era conversível (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).

A Conferência de Bretton Woods reuniu representantes de 44 países em 1944, definindo o funcionamento básico do sistema de mesmo nome, cujos objetivos eram propiciar o pleno emprego, a estabilidade de preços e o comércio internacional com equilíbrio externo. Nessa conferência foram criadas algumas instituições centrais ao sistema, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, bem como lançadas as bases para o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT, na sigla em inglês). O FMI tem uma reserva de recursos, fornecida pelos seus países-membros, a serem utilizados em empréstimos voltados ao fechamento dos balanços de pagamentos

---

<sup>3</sup> DE CONTI, B. M. **Políticas cambial e monetária**: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. 2011. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2011.

<sup>4</sup> KRUGMAN, P. The international role of the dollar: theory and prospects. In: **CURRENCY and crises**. MIT Press, 1991.

de países de países em crises externas. Já o Banco Mundial é uma instituição multilateral com propósitos de crédito para desenvolvimento e reconstrução, enquanto o GATT foi a organização que precedeu a atual Organização Mundial do Comércio (OMC) (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).

As moedas nacionais do sistema tinham uma taxa fixa de câmbio em relação ao dólar, a moeda de reserva, mas tal taxa podia ser corrigida em casos de “desequilíbrios fundamentais” nos balanços de pagamentos. A moeda de reserva, por sua vez, tinha um lastro obrigatório em ouro: a paridade era de 35 dólares a onça, podendo ser resgatada pelos demais países na autoridade monetária americana, o Federal Reserve (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010). Considerando que com câmbios fixos o ajuste do setor externo é mais rígido e menos automático que com câmbios flutuantes (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020), os países necessitados precisavam passar por ajustes bastante custosos em produção e emprego para obter seu equilíbrio externo sob o antigo sistema<sup>5</sup> (RIBEIRO, 2016).

Preocupações associadas à vulnerabilidade externa de modo tradicional, assim, predominavam antes da liberalização e globalização financeiras, ou seja, ainda nas décadas de 1970 e 1980. Naquela época, a motivação para os investidores externos era o vantajoso diferencial de retorno dos países emergentes, visto que empréstimos eram permitidos, inclusive com taxas de juros flutuantes. Diferentemente de hoje em dia, muitos outros instrumentos financeiros não eram possíveis no plano internacional (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). Bancos nacionais podem assim se financiar no mercado internacional, em moeda forte, e repassar os custos na mesma moeda ou com indexação cambial para minorar seus riscos. A dolarização e o endividamento em moeda estrangeira podiam – e ainda podem –, portanto, causar crises tanto externas quanto financeiras nos países emergentes e em desenvolvimento (PRATES, 2005).

Nos termos acordados em Bretton Woods, era esperado dos países que tornassem sua moeda conversível em outras moedas para fins de transações em conta corrente o mais rápido possível, o que demorou mais ou menos a acontecer na

---

<sup>5</sup> Em favor das taxas flutuantes de câmbio há a maior autonomia da política monetária e o caráter de estabilizador automático do regime, que leva rapidamente a economia ao seu equilíbrio externo e interno na situação de choques diversos – sem “desequilíbrios fundamentais” (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).



realidade de acordo com as condições e possibilidades de cada país. A partir do final da década de 50, a relativa completude desse processo nos países desenvolvidos começou a levar a pressões externas cada vez maiores nas reservas internacionais e nas taxas de juros de cada país. Expectativas de desvalorização da moeda em países deficitários ou de apreciação da moeda em países superavitários eram comuns, motivando crises no balanço de pagamentos. Isso ocorreu apesar dos controles de capitais serem aceitos no sistema, visto que brechas foram aproveitadas por agentes privados para transferir capital internacionalmente (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010). Eichengreen (1996)<sup>6</sup>, citado por Prates (2005), coloca que de fato a flexibilidade das taxas de câmbio era consequência inevitável da maior mobilidade de capitais.

Ainda sobre o sistema em si, a paridade dólar-ouro tinha um caráter disciplinador na política monetária americana, pois tendia a desencorajar, pelo menos em tese, políticas expansionistas (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010). À medida que a quantidade de dólares em circulação no mundo aumentava mais rapidamente que a de ouro nas reservas americanas, porém, surgiu um problema de confiança: estava sinalizada que era improvável a paridade dólar-ouro ser mantida no longo prazo (TRIFFIN, 1960<sup>7</sup> *apud* KRUGMAN; OBSTFELD, 2010). Depois de políticas fiscais e monetárias expansionistas dos Estados Unidos na segunda metade da década de 1960, em 1971 a inevitavelmente questionada paridade dólar-ouro foi enfraquecida de maneira significativa. Seu encerramento de fato ocorreu em 1973, ano em que muitas das moedas passaram a flutuar (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010). O posterior aumento dos juros e a liberalização financeira do final dos anos 1970 representam o reforço da hegemonia americana, contrapondo críticas ao *status quo* de então (TAVARES, 1997<sup>8</sup> *apud* PRATES, 2005).

Seguindo a divisão histórica de Paula, Fritz e Prates (2020) para este período mais tardio do sistema de Bretton Woods, os fluxos de capital para países emergentes estavam na fase da internacionalização financeira. Isso significa que o regime de

---

<sup>6</sup> EICHENGREEN, B. (1996) **Globalizing Capital: a history of the International Monetary System**. Princeton: Princeton University Press.

<sup>7</sup> TRIFFIN, Robert. **Gold and the dollar crisis**. New Haven: Yale University Press, 1960.

<sup>8</sup> TAVARES, M. C. (1997) "A retomada da hegemonia americana". In: M. C. Tavares e J. L. Fiori (orgs.), **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, p. 27-54.

câmbio predominante era fixo e que os fluxos de capitais eram principalmente creditícios. Essa fase inicia nos anos 1970, no contexto dos mercados de “eurodólares”<sup>9</sup>, reciclagens (reinvestimentos) de dólares do petróleo e déficits americanos e se encerra com as crises de dívida da América Latina, nos anos 1980 (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020).

### 3.1.2 Globalização financeira

A globalização financeira iniciou logo após a internacionalização financeira e permanece em curso até os dias de hoje. O início dessa fase é marcado pela queda dos juros americanos e japoneses, com a abertura financeira em muitos países emergentes e com a reestruturação das dívidas latino-americanas. Observa-se mudanças estruturais, com maior exploração dos diferenciais de juros e com a formação das cadeias globais de valor que incluem a China. Dos anos 2000 em diante, o regime de câmbio predominante passa a ser o de taxas flutuantes e os derivativos financeiros se tornam mais importantes (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020).

É possível ainda subdividir a globalização financeira em três períodos distintos de fluxos de capitais para os países emergentes: até as crises financeiras da Ásia, América Latina e Rússia; do ano 2000 até a crise de 2008; e finalmente desde as operações de *quantitative easing* nas economias avançadas (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). Em geral há maior atividade especulativa, motivada pela natureza imprevisível das taxas de câmbio no sistema pós-Bretton Woods e por inovações financeiras, tais como a securitização das dívidas, e nota-se também o aumento em importância de fundos financeiros institucionais (PRATES, 2005). Em contraposição ao antigo sistema, no qual predominava a desconfiança em relação às finanças desreguladas, propostas neoliberais foram sendo implementadas aos poucos, consolidando uma posição hegemônica na década de 1980: países ricos removeram seus controles de capitais, países com crise de dívida foram incentivados a adotar programas convergentes e

---

<sup>9</sup> “Os depósitos em dólar efetuados fora dos Estados Unidos são denominados eurodólares” (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010, p. 458).

novas nações em desenvolvimento e até previamente socialistas entraram no sistema sob as novas regras (HELLEINER, 2010).

Em termos de fluxos de capitais históricos, o mercado financeiro internacional determinou as características dos fluxos de capitais do centro para a periferia, enquanto o crescimento dos países centrais condicionou seus volumes (BAER, 1995<sup>10</sup> *apud* PRATES, 2005). Mercados financeiros da periferia são mais buscados se forem maiores e mais líquidos (CHESNAIS, 1997<sup>11</sup> *apud* PRATES, 2005), condição em geral não observada nos especulativos mercados financeiros latino-americanos (FREITAS; PRATES, 2003<sup>12</sup> *apud* PRATES, 2005).

Keynes (1936)<sup>13</sup>, citado por Prates (2005), já dizia que a dinâmica especulativa (isto é, buscando ganhos de capital) predomina sobre a produtiva (buscando fluxos de caixa) quando há mercados financeiros organizados e líquidos. Tal processo pode ser chamado de financeirização dos agentes econômicos (BRAGA, 1997<sup>14</sup> *apud* PRATES, 2005), guiando seu comportamento e decisões econômicas em geral. Decisões financeiras passaram a determinar as características e direção dos fluxos de capitais, surgindo um descolamento entre eles e o comércio e produção mundiais (PRATES, 2005). Inclusive, considerando a volatilidade que existe nos preços macroeconômicos chave que são as taxas de câmbio e de juros, todos os agentes financeiros internacionais precisaram começar a elaborar boas previsões (FARHI, 1999<sup>15</sup> *apud* PRATES, 2005) e operar com um nível considerável de *hedge*. A instabilidade e a incerteza do sistema também são originárias da livre mobilidade de capitais e dos câmbios flutuantes (PRATES, 2005).

---

<sup>10</sup> BAER, M. (1995) "Sistema financeiro internacional: oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento". **Novos Estudos Cebrap**, São Paulo, jul.

<sup>11</sup> CHESNAIS, F. (1997) **La mondialisation du capital, nouvelle édition augmentée**. Paris: Syros.

<sup>12</sup> FREITAS, M. C. P., PRATES, D. M. (2003) "Sistema financeiro e desenvolvimento: as restrições das novas regras do comitê da Basiléia sobre os países periféricos". In: J. C. Ferraz, M. Crocco e L. A. Elias, **Liberalização econômica e desenvolvimento: modelos, políticas e restrições**. São Paulo: Futura.

<sup>13</sup> KEYNES, J. M. (1964) **The General Theory of Employment, Interest and Money**. 14. ed. Londres: MacMillan, (1. ed., 1936).

<sup>14</sup> BRAGA, J. C. S. (1997) "Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo". In: M. C. Tavares e J. L. Fiori (orgs.), **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, p. 195-242.

<sup>15</sup> FARHI, M. (1999) "Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem". **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, p. 93-114.

No sistema atual, que substitui o de Bretton Woods desde 1971, a moeda de referência ainda é o dólar, moeda nacional dos Estados Unidos da América, com regime de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais (PRATES, 2005, HELLEINER, 2010). O papel do dólar é principalmente de moeda financeira: ele tem liquidez instantânea em qualquer mercado, provê segurança nas operações de risco e ainda é utilizado como unidade de conta das finanças em caráter intertemporal (TAVARES; MELIN, 1997<sup>16</sup> *apud* PRATES, 2005).

Diferentemente de Bretton Woods, hoje não há nenhum lastro para a emissão do dólar, garantindo ainda mais autonomia de política econômica para os Estados Unidos e assim, considerada a importância da taxa de juros do dólar, levando o sistema internacional todo a depender do ciclo econômico deste país líder (TEIXEIRA, 2000<sup>17</sup>, SERRANO, 2002<sup>18</sup> *apud* PRATES, 2005). Incertezas envolvendo a estrutura deficitária do comércio americano são assim transmitidas para todos os países (BELLUZZO, 1997<sup>19</sup> *apud* PRATES, 2005).

Em termos de hierarquia, Conti, Prates e Plihon (2014) se baseiam em Prates (2002)<sup>20</sup> e Carneiro (2002)<sup>21</sup> para atribuir a seguinte ordem ao sistema, à época da publicação: dólar americano no topo; euro na segunda posição; iene, libra esterlina e franco suíço compartilhando a terceira posição; dólares canadense e australiano compartilhando a posição seguinte; moedas periféricas com pouca demanda internacional na base da hierarquia. Para os autores, a liquidez dos mercados financeiros de cada país pode mudar a posição hierárquica interna a cada grupo, mas a

---

<sup>16</sup> TAVARES, M. C., MELIN, L. E. (1997) "Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana". In: M. C. Tavares e J. L. Fiori (orgs.), **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, p. 55-86.

<sup>17</sup> TEIXEIRA, A. (2000) "O Império contra-ataca: notas sobre os fundamentos da atual dominação norte-americana". **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 15, dez., p. 1-13.

<sup>18</sup> SERRANO, F. (2002) "Do ouro imóvel ao dólar flexível". **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 1., p. 237-254.

<sup>19</sup> BELLUZZO, L. G. M. (1997) "Dinheiro e as transfigurações da riqueza". In: M. C. Tavares e J. L. Fiori (orgs.), **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, p. 151-193.

<sup>20</sup> PRATES, D. M. **Crises financeiras nos países "emergentes"**: uma interpretação heterodoxa. 2002. Tese (Doutorado)—Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2002.

<sup>21</sup> CARNEIRO, R. M. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, 2002.

mudança de periferia para centro e vice-versa é muito mais estrutural (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014).

Do ponto de vista da teoria e das interpretações, com o passar do tempo a dificuldade do *mainstream* em explicar as crises cambiais e financeiras nos países emergentes e em desenvolvimento levou ao desenvolvimento de modelos sucessivos. Autores heterodoxos também fizeram movimento semelhante, mas ambos os grupos focando nos aspectos e na dinâmica interna aos países (PRATES, 2005). Partindo da teoria do “pecado original”, ou seja, a incapacidade dos países periféricos em contrair dívida internacional na sua própria moeda (EICHENGREEN; HAUSMANN; PANIZZA, 2007), mais relevante no período da internacionalização financeira (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020), é apresentada a seguir uma progressão em quatro artigos da interpretação do *mainstream* para o impacto da globalização financeira nos países emergentes. Esses impactos têm relação direta com a vulnerabilidade externa, conforme explicado no capítulo anterior, mas agora se pretende conduzir a explicação em uma perspectiva histórica. Verifica-se em geral um ceticismo crescente com os benefícios da globalização financeira ao longo do tempo.

Em 2003, um influente artigo de Prasad *et al.*, publicado pelo Fundo Monetário Internacional, questionou a relação causal que então se propunha entre globalização financeira e crescimento econômico em países emergentes e em desenvolvimento. Diferentemente de aberturas comerciais, aberturas financeiras trariam benefícios muito mais contingentes às instituições e políticas macroeconômicas de cada país. Ainda se nota que o foco das diferenças de crescimento está mais na produtividade total dos fatores que no fator capital em si (PRASAD *et al.*, 2003).

Os autores afirmam que a integração financeira por si só não diminui a volatilidade macroeconômica, particularmente no início do processo ou na presença de mercados financeiros domésticos imaturos. Más práticas e instituições poderiam acentuar riscos de crises e ineficiência nas economias, enquanto boas instituições locais seriam fundamentais para atrair fluxos de capitais qualitativamente melhores. A recomendação geral é de cuidado, visto que há muitos fatores que limitam os benefícios teóricos potenciais da integração financeira para os países em questão. Apesar de existir a possibilidade de a abertura financeira levar à adoção de melhores

práticas, é preferível melhorar as instituições domésticas antes de adotá-la (PRASAD *et al.*, 2003).

De modo semelhante, o texto de Kose *et al.* (2006), cujos autores são ligados predominantemente ao Fundo Monetário Internacional, relativiza os benefícios previamente esperados para a integração de países em desenvolvimento nas finanças globais. Tais benefícios ocorreriam via maior eficiência na alocação de capital e compartilhamento de riscos, beneficiando a produtividade total dos fatores. Os autores afirmam que as evidências nesse sentido são positivas, mas contestáveis. Do mesmo modo, dizem haver pouca evidência de que fluxos mais liberalizados de capital levariam a vulnerabilidades financeiras nos países em desenvolvimento (KOSE *et al.*, 2006).

O artigo menciona pré-condições necessárias, tais como mercados financeiros bem desenvolvidos, boas instituições e governança corporativa, boas políticas macroeconômicas e regime cambial e abertura ao comércio para que os benefícios possam de fato se verificar. Boa parte desses fatores são correlatos ao desenvolvimento econômico em geral. Assim, os autores colocam como uma questão de custo-benefício a ser pensada e ajustada para cada país individualmente. Há nuances e problemas tanto na própria mensuração da integração financeira real em estudos empíricos quanto nas conclusões estudadas no artigo, dificultando uma posição geral bem fundamentada (KOSE *et al.*, 2006).

Em um artigo *mainstream* mais recente, Rey (2015) afirma haver um ciclo financeiro global determinado em grande medida pela política monetária do país líder do sistema internacional, os Estados Unidos. Esse ciclo determina a magnitude e o sentido dos fluxos de capitais, dos preços dos ativos e do crédito em todas as economias que têm a conta capital aberta. Isso não depende das características específicas de cada país, sendo os países receptores de crédito os de ativos financeiros mais sensíveis. Assim, a política monetária americana causa impactos em todas as demais economias, além da sua própria (REY, 2015).

Como consequência, há essencialmente uma perda de potência da política monetária dos diversos países, que se veem subordinados. Como isso ocorre independentemente do regime de câmbio, o resultado é a transformação do tradicional trilema entre regime de câmbio, autonomia da política monetária e liberdade da conta

capital<sup>22</sup> em um dilema. Para que o trilema retorne, a administração da conta capital é necessária por controles de capitais ou medidas macroprudenciais, ou então pelo menos por limites à alavancagem dos intermediários financeiros. Por mais que a solução para esse problema possa ser buscada por meio da coordenação de bancos centrais, ela é improvável dado que as autoridades monetárias têm objetivos nacionais (REY, 2015).

Tal ciclo apresenta grande relação com o índice VIX, considerado um indicador para incerteza e aversão a risco: aumentos no VIX estão associados a diminuições nos fluxos (exceto investimento direto) e vice-versa. Há uma boa relação disso com a política monetária do país central do sistema, que influencia inclusive a alavancagem dos bancos internacionais. Em geral, os fluxos (exceto investimento direto) têm correlações positivas entre si. O crédito é bastante pró-cíclico e volátil, e se excessivo para o país pode ser um preditor de crises (REY, 2015). Alternativamente, Kaltenbrunner e Paineira (2014) notam que o spread entre as taxas LIBOR e OIS (de interbancário e de títulos públicos) pode ser usado como indicador das condições de financiamento internacional, também apresentando correlação com os fluxos de capital.

Rey (2015) diz que, mesmo no paradigma neoclássico, no qual a abertura financeira traz eficiência alocativa e compartilhamento de risco, os ganhos são pequenos. Sua mensuração é difícil e incerta, bem como sua ocorrência de fato (REY, 2015).

Outro artigo *mainstream* que reconhece a grande importância do dólar no plano internacional é de Gourinchas, Rey e Sauzet (2019). A moeda de reserva do sistema internacional é aquela que consegue exercer suas três funções (meio de troca, meio de conta e reserva de valor) internacionalmente, sendo demandada em todo o planeta tanto de modo privado quanto oficial. Há nisso grande interação com a hegemonia política e econômica geral que determina seu emissor, atualmente os Estados Unidos da América. Assim, não só os Estados Unidos não necessitam ajustar sua economia

---

<sup>22</sup> Na teoria original, há um conflito entre os objetivos possíveis de livre movimento de capitais, estabilidade da taxa de câmbio e independência da política monetária, de modo que só é possível alcançar dois deles simultaneamente. Assim, a escolha que um país tem na prática é entre controles de capital, taxa flutuante de câmbio e *currency board* (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).

quando há déficits no balanço de pagamentos – o que é conhecido como “privilégio exorbitante” – como também sua política monetária tem efeitos em todos os demais países. A centralidade do dólar só se fez aumentar desde a queda do sistema de Bretton Woods, que o consagrou (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).

O dólar tem oferecido ativos líquidos e seguros, e ao investir em ativos mais arriscados no exterior os Estados Unidos agem como um banqueiro global que lucra com o *spread* associado. Em épocas de crise isso se reverte no que pode ser entendido como um seguro para o exterior, visto que os ativos seguros são valorizados em detrimento dos de risco (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).

Além disso, a predominância do dólar nos meios comerciais e financeiros leva as demais autoridades monetárias a terem grandes posições em dólar nas reservas internacionais, para que possam desempenhar bem suas próprias funções. No meio comercial, a fixação de preço em moeda forte pode causar problemas de *pass-through* inflacionário aos demais países e impactar o ritmo do comércio global. No plano financeiro, a política monetária dos Estados Unidos determina boa parte do apetite por risco e do comportamento do crédito, causando forte impacto global nos preços de ativos (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).

Uma desvalorização do dólar melhora a posição externa dos Estados Unidos. Ajustes externos nesse país têm efeitos principalmente na posição externa líquida, e não nas exportações líquidas, como se poderia supor (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).

Mesmo não havendo âncora para a fixação do dólar, sendo o sistema internacional fundamentalmente de câmbios flutuantes, há um componente fiduciário importante para a sustentabilidade do dólar. Esse potencial problema de confiança é assemelhado ao Dilema de Triffin, que previu que os Estados Unidos não conseguiriam manter uma reserva de ouro suficiente para manter a paridade acordada em longo prazo. A capacidade fiscal dos Estados Unidos, segundo os autores, é o que garante hoje essa confiança, em última instância, dada a importância dos títulos do seu Tesouro. Quanto maior o estoque de dívida externa, por outro lado, maior é a chance de uma hipotética crise de confiança que levaria a uma corrida contra o dólar (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).



A Crise Financeira Global de 2008 desencadeou reflexões ainda em curso – particularmente por conta da crise da pandemia – quanto ao sistema monetário e financeiro internacional. Em uma dessas reflexões, Helleiner (2010) afirma que a escala da perda de legitimidade para o sistema econômico e financeiro internacional foi muito maior na crise de 2008 que na crise asiática de 1997-1998, inclusive por partir do centro do sistema e atingi-lo duramente. Isso trouxe dúvidas quanto às finanças desreguladas até em países como Estados Unidos e Inglaterra. Os países emergentes e em desenvolvimento buscaram acumulação de reservas e suporte financeiro regional enquanto adotavam pontualmente controles de capitais, agora com mais legitimidade, deixando de confiar completamente no *status quo* dos modelos americanos e britânicos de regulação (HELLEINER, 2010). Já na crise de 1997, porém, foi percebido um problema relativo à conexão dos países com o sistema financeiro global, pois foi isso que desencadeou os ataques especulativos contra as economias asiáticas, tidas como sólidas (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).

Em termos de decisão, houve mudanças de governança e instituições a partir de 2008, com uma maior centralidade ao G20 e reforma do Financial Stability Board. As propostas de regulação prudencial não eram radicais, como pode ser evidenciado pela ausência de recomendações para controles de capitais, mas ainda assim o alcance e a inovação foram importantes em termos históricos. É importante dizer, no entanto, que isso é insuficiente para uma completa renegociação das regras no estilo da Conferência de Bretton Woods – inclusive essa foi resultado de um processo histórico (HELLEINER, 2010).

Grabel (2021), notando as incoerências atuais, fala até em interregno no sistema financeiro global. Segundo ela, pode ser que estejamos vendo o início da derrocada da ordem neoliberal americana pós-Bretton Woods, possivelmente a ser sucedido por um sistema monetário e financeiro internacional de características multipolares, ou mesmo por um não-sistema. Há muitas propostas para as finanças, que são distintas nas suas origens, ideias e estruturas – basta notar as novas instituições que surgem como complementares às de Bretton Woods. Um aspecto importante nessa mudança é a ascensão geopolítica e econômica da China, grande defensora do multilateralismo juntamente com outras potências no contexto internacional (GRABEL, 2021).

Enquanto as crises dos anos 1990 e de 2008 ameaçaram e danificaram o sistema, na crise da COVID-19 a situação foi diferente pois os próprios Estados Unidos renunciaram ao seu papel de liderança. Incoerência similar se vê nas políticas de proteção social do contexto pandêmico, todas desconexas, e na frequente atuação monetária não convencional das economias avançadas. Assim, a autora dá grande importância à oportunidade que este momento de interregno representa para novas formas de integração econômica, incluindo por exemplo controles de capitais. Hoje eles são vistos como instrumentos aceitáveis de política econômica, auxiliando a gestão dos países e facilitando a resolução de problemas de maneira anteriormente muito dificultada (GRABEL, 2021).

### 3.2 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

Antes de proceder a um acompanhamento histórico da vulnerabilidade externa da economia brasileira nas últimas décadas, cabem alguns comentários sobre a estrutura do setor externo da economia. O Brasil apresenta média histórica deficitária nas transações correntes do balanço de pagamentos, ou seja, depende consistentemente de financiamento externo. Em especial, a conta de renda primária e as exportações líquidas de serviços têm déficits crônicos, contrastando com as exportações líquidas de mercadorias (RIBEIRO, 2016). Isso se traduz, em geral, em uma tendência de acúmulo de passivos externos no Brasil (PIRES; NOIJE; CONTI, 2019). Pode-se considerar que a produção e as finanças internacionalizadas do país contribuem para a situação deficitária e pró-cíclica da conta de rendas, especialmente pelo aluguel de equipamentos estrangeiros pela Petrobras (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018). Assim, a vinculação periférica do Brasil na estrutura produtiva global e o padrão de consumo internacionalizado também se traduzem em maior vulnerabilidade externa (BIANCARELLI, 2019).

Da mesma forma, a subordinação internacional da indústria brasileira contrasta com a sua importância interna e com a diversificação da economia em geral, ainda mais se considerado que o país tem uma economia relativamente fechada e com tendência à exportação de produtos primários. Essa indústria interna foi enfraquecida após a crise

de 2008, enquanto multinacionais favoreceram a produção e o investimento na Ásia (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018). A indústria nacional geralmente depende bastante de produtos importados, têm tido cada vez mais dificuldade em exportar seus produtos e compete com produtos importados (SARTI; HIRATUKA, 2016<sup>23</sup>, SARTI; HIRATUKA, 2017<sup>24</sup> *apud* BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018).

Em períodos históricos anteriores à atual dinâmica financeira, o foco do estudo da vulnerabilidade externa no Brasil era em questões comerciais. A esse respeito, a balança comercial brasileira tem determinantes internos e externos, tais como a atividade econômica do país, a taxa de câmbio e os volumes e preços do comércio internacional. Fatores externos, alheios às políticas econômicas nacionais, costumam predominar na determinação do saldo em transações correntes do Brasil. Há exceções, como por exemplo o ajuste recessivo por volta de 2015 (BIANCARELLI, 2019). A tendência geral da balança comercial entre 2006 e 2015 é de deterioração gradual. Os produtos básicos aumentaram sua proporção na pauta de exportações, e a pauta de importações apresenta uma rigidez importante às variações de preços (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018).

Iniciando a análise histórica, na década de 1980 houve uma crise clássica de balanço de pagamentos. Os ativos externos brasileiros renderam menos que os passivos externos – principalmente que a dívida externa –, de modo proporcional à vulnerabilidade externa da economia. O saldo comercial da época não foi suficiente para cobrir os déficits de rendas, sendo assim necessário fazer um ajuste recessivo para reduzir a absorção interna. As exportações se tornaram ainda mais importantes na redução do déficit com a moratória do México e o conseqüente isolamento do Brasil das finanças internacionais. Medindo-se por indicadores, a situação externa líquida do país foi bastante desfavorável na década. Houve uma deterioração constante, revertida apenas nos últimos anos e principalmente por questões externas (PIRES; NOIJE;

---

<sup>23</sup> SARTI, F.; HIRATUKA, C. Assimetrias no processo de internacionalização da economia brasileira no século XXI. In: LASTRES, H. M. M. et al. (Orgs.). **O futuro do desenvolvimento**: ensaios em homenagem a Luciano Coutinho. Campinas: Unicamp, 2016.

<sup>24</sup> SARTI, F.; HIRATUKA, C. Desempenho recente da indústria brasileira no contexto de mudanças estruturais domésticas e globais. **Texto para Discussão**, IE/Unicamp, 290, abr. 2017.

CONTI, 2019). Houve, portanto, “incapacidade de a economia brasileira gerar fluxos para resolver uma crise de estoques” (PIRES; NOIJE; CONTI, 2019, p. 109).

Em decorrência dessa crise foram adotadas recomendações de organismos multilaterais, dentre as quais a abertura financeira. Isso difere muito da dinâmica dos países centrais, que adotaram a abertura financeira pela concorrência no setor financeiro ou por incentivo dos próprios governos. Com esse pano de fundo, no início da década de 1990 os fluxos de capital voltaram voluntariamente à América Latina (FREITAS; PRATES, 2001). As motivações eram o potencial de valorização dos mercados, inclusive pelos processos de privatização, e a menor correlação com mercados de economias avançadas (PRATES, 1999<sup>25</sup> *apud* FREITAS; PRATES, 2001). A abertura financeira acabou favorecendo investimentos de portfólio no país e captações externas para fins de comércio internacional (FREITAS; PRATES, 2001).

O Plano Real envolveu a adoção de diversas medidas, entre elas altas taxas de juros que mantinham uma âncora cambial crível. A atração de capital externo mantinha o câmbio valorizado, impedindo acelerações inflacionárias. No entanto, as altas taxas de juros também contribuíram para déficits em transações correntes (VALE, 2011). Com todo esse contexto, a situação externa da época era bastante vulnerável. Isso ocorreu ainda que, comparativamente a outras economias emergentes, o menor grau de dolarização das finanças brasileiras não vinculasse tanto o crédito doméstico às condições financeiras internacionais (FREITAS; PRATES, 2001).

No início dos anos 1990 foi autorizada a entrada do capital estrangeiro no sistema financeiro nacional, então suspensa desde 1988. Sucederam-se novas participações de bancos estrangeiros no mercado nacional, nos primeiros anos mediante o pagamento de contribuições aos recursos públicos utilizados para sanear o sistema financeiro. As participações estrangeiras no mercado atingiram números relevantes sem, porém, que isso alterasse comportamentos estruturais do setor bancário brasileiro, tais como a dificuldade em financiamentos de longo prazo. A partir

---

<sup>25</sup> PRATES, Daniela M. Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. In: FREITAS, Maria Cristina P. (Org.). **Abertura do sistema financeiro no Brasil**. São Paulo: Fundap/Fapesp; Brasília: Ipea, 1999.

de então também era de se esperar que aumentassem as remessas de juros, lucros e dividendos ao exterior (FREITAS; PRATES, 2001).

O Brasil passou ao câmbio flutuante em 1999, em outra crise do balanço de pagamentos. Abandonou-se ali um sistema de desvalorizações da moeda suaves e controladas, já sob desconfiança desde o ano anterior, com reflexos claros nas reservas e nos juros. O novo sistema se mostrou capaz de resolver a crise em poucos meses (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010). Entre os determinantes dessa crise podem ser mencionados especialmente o déficit público e os grandes déficits em transações correntes (VALE, 2011), mas o período da segunda metade dos anos 1990 em geral foi de crises em países emergentes (FREITAS; PRATES, 2001). Na ocasião, os passivos externos de curto prazo correspondiam a 28% do PIB brasileiro (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018). Inicia-se então a fase do famoso “tripé macroeconômico”, com regime de câmbio flutuante, metas de inflação a serem observadas pelo Banco Central e superávit primário nas contas públicas norteando a política econômica (VALE, 2011). A partir desse sistema, os efeitos do ciclo de liquidez no país passam a ser mais acentuados (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018).

Nos anos 2000 o Brasil pôde desfrutar de um bom saldo externo, advindo de fatores como o crescimento da economia mundial e dos preços de *commodities* e maior eficiência produtiva derivada da abertura comercial anterior. A esse período confortável se seguiram déficits, diminuídos por ajuste cambial e crise econômica (RIBEIRO, 2016). Houve simultaneamente uma tendência de aumento na participação dos produtos básicos nas exportações, o que não é positivo, visto que oscilações nos preços desses produtos têm impactos no saldo de exportações líquidas (BIANCARELLI, 2019). No período, novas empresas multinacionais surgiram nas principais economias emergentes, elevando o investimento direto (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). O consumo norte-americano e a indústria chinesa contam positivamente para o Brasil no período até 2008, juntamente com a alta liquidez internacional e o dinamismo econômico interno. Os resultados em transações correntes no início dos anos 2000 foram consistentemente bons, com o país adquirindo reservas internacionais e

saldando compromissos (BIANCARELLI, 2019). Ocampo (2007)<sup>26</sup>, citado por Biancarelli (2019), ressalta que o bom cenário externo nas finanças e no comércio pôde ser mais bem aproveitado pelos países da América Latina por conta de suas administrações prudentes das políticas fiscal e cambial.

Em decorrência do ciclo financeiro global (REY, 2015), e particularmente durante quedas do índice VIX (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014), houve um grande aumento das participações acionárias de não-residentes no Brasil nos anos 2000, já com finanças mais abertas (BIANCARELLI, 2019). Os fluxos de capitais para o Brasil se tornaram maiores e em ativos de portfólio mais complexos e mais denominados em moeda nacional que no passado (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Nota-se justamente que, apesar da denominação de ativos (como ações e dívida pública) em moeda nacional, o dólar americano permanece como a moeda de financiamento dos fluxos de capital. Quando a denominação dos ativos é em moeda nacional, observa-se que a tendência é que eles sejam mais voláteis e de prazos menores que os denominados em moeda forte, já indicando uma assimetria nas moedas (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018).

A estratégia de *carry-trade* dos investidores estrangeiros, além de levar à volatilidade cambial, não é sustentável. Sua dinâmica especulativa pode levar a bolhas autorrealizáveis, uma vez que os fluxos de caixa propriamente ditos não justificam o movimento (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Mesmo assim, a variação cambial pode dar retornos maiores aos investidores externos que os próprios ganhos de capital dos ativos (KALTENBRUNNER, 2018). Em termos empíricos, o real brasileiro foi uma das três moedas mais voláteis do mundo entre 2000 e 2012, juntamente com o rand sul-africano e a lira turca (BIS, 2015<sup>27</sup> *apud* ALAMI, 2019). Houve inclusive uma intensificação dos fluxos de capital quando a curva de juros dos Estados Unidos se inverteu em 2006 (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Os fluxos de capital ao Brasil entre 2003 e 2008 condizem com um período de queda na taxa de câmbio de

---

<sup>26</sup> OCAMPO, J. A. (2007), "La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana", **Revista de la CEPAL**, N° 93, dezembro.

<sup>27</sup> BIS (2015) 'Currency Carry Trades in Latin America'. **BIS Working Paper No. 81**. Basel: Bank for International Settlements.

R\$3,60 para R\$1,50, e de alta de mais de 500% no índice de ações brasileiro Ibovespa. Logo antes da falência do banco americano Lehman Brothers em 2008, o passivo externo de curto prazo do Brasil correspondia a 46% do PIB (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014).

A boa situação macroeconômica do Brasil nos anos 2000 sugere que tal volatilidade não tem necessariamente determinantes internos – talvez os bons indicadores e boas práticas do país tenham até incentivado mais influxos de capital. Essa percepção é reforçada ao observar que situações semelhantes aconteceram a outras economias também emergentes, mas de demais características muito distintas. Ou seja, há uma consolidação da posição secundária das moedas dos países emergentes, receptoras de investimentos financiados nas moedas centrais. Portanto, a posição hierárquica no sistema internacional e a recepção de capitais especulativos externos causam vulnerabilidades adicionais de uma nova natureza (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014).

Além do mecanismo de entrada de capitais, outros riscos que envolvem direta ou indiretamente o câmbio continuam sendo válidos na captação de recursos. As garantias para o crédito, inclusive, podem apresentar correlação com o próprio ciclo financeiro, como é o caso das *commodities* brasileiras (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018, BIANCARELLI, 2019). O limitado endividamento externo que ocorreu no Brasil do período foi principalmente por meio de empréstimos bancários e operações intercompanhia, bem como pela atuação internacional dos bancos (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018). Por mais que tenha havido crescimento da dívida externa em proporção da dívida total de empresas não financeiras, porém, a preocupação não é tão séria porque muitas das empresas em questão são exportadoras, permitindo maior compatibilidade entre receitas e despesas (CEMEC, 2016<sup>28</sup> *apud* BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018). É importante ressaltar que houve maior crescimento da dívida externa privada que pública (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). Biancarelli, Rosa e Verghanini (2018) consideram que a solvência externa está em condição mais favorável

---

<sup>28</sup> CENTRO de Estudos do IBMEC (Cemec). Endividamento das empresas brasileiras: metade das empresas não gera caixa para cobrir despesas financeiras em 2015/2016. **Nota Cemec**, jun. 2016.

do que em outros períodos históricos, visto que a dívida externa tradicional tem prazos longos e dificilmente está fora do setor bancário, que as operações intercompanhia também são de longo prazo e frequentemente nem denominadas em dólar e que os títulos de renda fixa são qualitativamente favoráveis.

Moedas de países emergentes em geral se tornaram comuns nos portfólios internacionais, o que não era comum até os anos 1990 (KALTENBRUNNER, 2018), em detrimento da dívida externa bancária, que declinou bastante em importância (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018). Investidores institucionais passaram a operar nos mercados emergentes com parcela das enormes cifras que administram nos anos 2000, levando a impactos nos países (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Como o financiamento do setor externo brasileiro passou a ser mais definido por essas decisões de alocação de portfólio de não residentes do que por fatores internos, o resultado negativo em transações correntes associado com o financiamento deixa de ser tão relevante. Portanto, componentes financeiros e cíclicos têm determinado boa parte do balanço de pagamentos do Brasil. Com essa característica, mesmo em épocas muito desfavoráveis não houve dificuldade de financiar os resultados em transações correntes (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018).

Assim, a integração financeira do Brasil nas finanças internacionais é subordinada, causando impactos claros na taxa de câmbio do país. Em momentos adversos, particularmente, a moeda nacional apresenta fortes depreciações. A resposta das empresas brasileiras a isso, incluindo as não financeiras, tem sido a estabilização das receitas de exportação ou a atividade especulativa. Operações com derivativos como as utilizadas para ambas as estratégias levaram a mais fluxos de capitais nos anos 2000, pois as contrapartidas eram dadas por bancos ou investidores estrangeiros que aumentavam suas operações (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018).

Houve preocupação da parte da autoridade monetária brasileira nos anos 2000 em, quando necessário, esterilizar o impacto da entrada de recursos externos nos agregados monetários nacionais. A acumulação de reservas cambiais associada foi mantida (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Os objetivos são tanto proteger a economia interna da volatilidade quanto evitar o excesso de meios de pagamento nos bancos. Os títulos públicos das esterilizações eram desejados como ativos de curto



prazo pelos bancos comerciais nacionais, que emitiam certificados de depósito para adquiri-los, de modo que novas operações de crédito ao consumidor eram indiretamente favorecidas pelo movimento de capitais (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018). As reservas, não apenas nesse período, são consistentemente reinvestidas pelo país em títulos públicos dos Estados Unidos, considerados seguros e líquidos (BIANCARELLI, 2019).

Por meio de entrevistas no setor financeiro, Kaltenbrunner (2018) descobriu que os operadores do mercado de moeda estrangeira no Brasil têm estratégias diferentes, dependendo do setor em que trabalham. Bancos comerciais domésticos operam a prazos curtos para os clientes (lucrando com a volatilidade no mesmo dia). Bancos de investimento domésticos, bancos estrangeiros e fundos operam a prazos mais longos para si próprios, apostando em uma trajetória para o câmbio. Isso leva a uma diversidade de fundamentos a serem acompanhados, divergindo conforme a estratégia e o momento. Para curto prazo, acompanha-se commodities, câmbio, títulos e ações. Para médio prazo, o cenário macroeconômico, inflação, crescimento e transações correntes. Apenas os *real money funds* tinham boas noções de fundamentos para câmbio na teoria econômica. Em geral, especulações sobre o que outros grandes agentes estão ou não fazendo são importantes para as decisões até de operadores nacionais (KALTENBRUNNER, 2018).

Entre os indicadores acompanhados em geral, estão S&P 500 (índice de ações dos Estados Unidos), VIX e *commodities*, todos de determinação exógena à economia brasileira. Outras moedas foram consideradas de observância mais importante que os indicadores, particularmente as de Austrália, México, Turquia, Nova Zelândia e África do Sul. Dinâmicas externas, portanto, determinam em boa medida o valor da moeda nacional, indicando a subordinação do real no sistema monetário e financeiro internacional. As motivações para os fluxos de capitais ao Brasil são as altas taxas de juros, e a volatilidade torna importante a liquidez de desfazer as posições rapidamente caso necessário. Por fim, considera-se ainda aspectos institucionais do mercado financeiro e a qualidade de fluxos de capital na tomada de decisão (KALTENBRUNNER, 2018).

Na segunda parte do estudo, com econometria, Kaltenbrunner (2018) pôde encontrar uma correlação positiva estatisticamente significativa com o dólar australiano entre 2003 e 2009, com crescimento particular a partir da crise de 2008. A autora também encontrou boas correlações entre a moeda do Brasil e os índices de ações americanas (S&P 500) e de *commodities* (RCRB). O diferencial de taxas de juros só se tornou significativo na crise de 2008, e com o sinal trocado em relação ao previsto pela teoria convencional. O índice VIX não teve relação significativa com a moeda brasileira no estudo em questão (KALTENBRUNNER, 2018).

Quando da eclosão da Crise Financeira Global, em 2008, o Brasil vê liquidadas as posições de não-residentes no seu mercado financeiro, com o retorno dos capitais ao centro do sistema (BIANCARELLI, 2019). No choque, o índice de ações brasileiro caiu quase 50% e a moeda perdeu 60% do seu valor (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Logo antes da crise, os passivos externos de curto prazo correspondiam a 46% do PIB (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018). Os resultados externos do país são impactados também pelas vias comerciais, com redução dos preços das *commodities* que são exportadas (BIANCARELLI, 2019). O Brasil volta a receber capitais assim que a política monetária das economias avançadas responde à queda dos mercados, com o passivo externo de curto prazo ultrapassando as reservas internacionais durante a crise do Euro, isto é, quase alcançando 40% do PIB (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Tal retorno dos fluxos de capitais pode ser explicado pelo grande otimismo internacional para com a economia brasileira no período (ALAMI, 2019).

Em linha com o previsto por Noije (2014), pode ser verificado na posição internacional de investimentos do Brasil que o passivo externo diminuiu em moeda forte durante a crise de 2008. A dívida externa líquida também se tornou negativa, contribuindo para que a resposta à crise fosse fundamentalmente diferente de momentos históricos anteriores (NOIJE, 2014). Considerando tal descolamento entre o balanço de pagamentos e a posição internacional de investimentos, a dívida externa do Brasil não apresenta riscos imediatos de crise externa (BIANCARELLI, 2019).

Pode-se dizer que a recuperação foi rápida após a crise, em um período que vai até 2010 (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018). Os países emergentes em geral puderam adotar políticas anticíclicas monetárias e fiscais, garantindo às suas

economias uma performance melhor que a desaceleração média observada no mundo (RIBEIRO, 2016). Nos países centrais, houve um afrouxamento monetário a níveis não convencionais: taxas de juros muito baixas e compra de títulos públicos foram adotadas. Esses movimentos levam a um excesso de financiamento externo para os países de fora do centro (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018), na forma de novos fluxos de capital para a periferia. Em um primeiro momento, o Brasil apresenta déficits estáveis em transações correntes (BIANCARELLI, 2019).

A partir de 2011, porém, há um enfraquecimento relativo do cenário. O crescimento chinês se sustenta, mas não a demanda americana, e há continuidade da ampla liquidez internacional. Esses fatores levam a um aumento dos preços de *commodities*, porém com maior competição pelo mercado de exportações. O déficit em transações correntes aumenta apesar do bom desempenho das exportações e do reinvestimento de lucros, chegando a 4,5% do PIB, liderado pelos déficits em serviços com viagens e aluguel de equipamentos. Do final de 2011 em diante, há uma tendência de queda nos termos de troca (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018). Nota-se ainda em 2011 quedas no mercado financeiro, cerca de 25% no índice de ações e 16% no valor da moeda (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014).

É importante mencionar que, diferentemente dos investidores não residentes, os bancos nacionais mantinham posições cambiais quase sempre equilibradas – inclusive por vezes dada a regulação da autoridade monetária. Assim, as empresas exportadoras com posições desequilibradas foram as mais prejudicadas nas quedas dos mercados financeiros em 2008 e 2011 (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014).

Entre 2011 e 2013, os fluxos de capital para o Brasil são moderados e de boa composição, com queda nas modalidades de curto prazo. O governo brasileiro introduziu controles de capitais e reduziu o diferencial de juros no período, o que sugere que houve um controle voluntário dos fluxos de capitais ao país durante o contexto de ampla liquidez internacional (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018). Alami (2019) lembra que o Estado age como mediador do processo de financeirização pela sua ação ou passividade, alcançando um sucesso moderado no objetivo fundamental dessa política, reduzir a volatilidade de curto prazo associada aos derivativos de câmbio. Não se buscou questionar a posição hierárquica do país no sistema internacional, isolá-lo ou

mudar sua relação com o exterior. Isso, por sua vez, não significa que medidas similares não possam ser parte de um projeto de desenvolvimento de longo prazo (ALAMI, 2019).

A respeito de indicadores, Prates e Cunha (2014) concluem, para o período entre 2007 e 2013, que a liquidez externa da economia brasileira se manteve em patamares aceitáveis. Os indicadores de solvência externa, porém, mostram deterioração devido ao maior serviço do passivo externo e do menor dinamismo das exportações (PRATES; CUNHA, 2014).

As operações de *swap*, utilizado para amenizar a desvalorização da moeda em conjunturas ruins, têm impactos negativos nas contas públicas. Tal situação é verificada entre 2013 e 2015 no Brasil, no que pode ser considerado uma forma indireta de vulnerabilidade externa (BIANCARELLI, 2019). As operações podem ser usadas também para conter a volatilidade. Há indiretamente uma transferência dos custos da depreciação cambial de agentes privados para o Estado, por outro prisma (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018).

Em 2014, inicia-se uma deterioração tanto do cenário financeiro quanto do comercial. Além do início do processo de normalização das políticas monetárias dos países centrais, há uma desaceleração do crescimento chinês, impactando negativamente nos preços das commodities. No Brasil, o período coincide com uma redução de importações devido a ajuste interno, levando a uma redução do déficit em transações correntes para menos de 3% do PIB (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018). Mesmo com condições externas adversas, não houve problemas para financiar o déficit (BIANCARELLI, 2019). Respondendo à retirada dos controles e à abertura do diferencial de juros, fluxos e captação líquida aumentam. Em 2014, há maior volume e menor qualidade dos fluxos de capital vindos ao Brasil, que recuam em 2015 com a mudança de política econômica e a incerteza política. Pode-se observar esse efeito em 2015 nas cotações de mercado e no valor da moeda (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018).

Biancarelli, Rosa e Verghanini (2018), recapitulando as explicações tentadas para a crise brasileira iniciada no segundo governo de Dilma Rousseff, favorecem a que não atribui papel relevante à questão externa, visto que as exportações brasileiras não

apresentaram comportamento discrepante ao mundial e que o financiamento externo continuou sem problemas. Os autores ressaltam, porém, que há impulsos negativos indiretos associados ao setor externo que agem como agravantes na crise (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018).

Em 2016, a situação era de contas externas adequadas, com bom nível de reservas internacionais e composição favorável do passivo externo (RIBEIRO, 2016). Fazendo um saldo dos ativos externos na mesma época, nota-se que houve grande crescimento em um comparativo histórico, mas certamente insuficiente para superar os passivos (BIANCARELLI; ROSA; VERGHANINI, 2018).

O impacto econômico da pandemia de COVID-19, sentido nos mercados financeiros já nos primeiros meses de 2020, levou a mais uma saída pró-cíclica de capitais dos países emergentes. Considerando os mercados de ações, títulos e câmbio dos países emergentes, a remoção de recursos desses países excedeu o volume da crise de 2008 em três vezes (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020). O choque foi brusco no tempo, concentrado no mês de março de 2020, e afetou os países de diferentes maneiras. Além dos desempenhos diversos no combate à doença em geral, bons níveis de reservas internacionais auxiliaram países desenvolvidos a sofrerem menos impactos. Da mesma forma, economias emergentes com bons resultados prévios em transações correntes e maiores diferenciais de juros ficaram mais protegidas contra riscos de portfólio (CRESCENZIO; LEPERS, 2021). O Brasil, pela classificação de Crescenzo e Lepers (2021), viu tanto uma parada súbita dos fluxos quanto uma retirada acentuada de capitais com o impacto econômico da COVID-19.

Os fluxos de portfólio foram retirados dos países emergentes antes dos fluxos de dívida, situação fundamentalmente diferente da crise de 2008, cujo efeito foi mais pronunciado em fluxos bancários. Tal impacto foi maior nas economias emergentes que nas economias avançadas. Em número de países atingidos, inclusive, as paradas súbitas foram mais importantes em 2008 que em 2020. Quanto à relação do caráter pandêmico com os aspectos financeiros internacionais, nota-se que o número de mortes proporcionais à população e a rigidez de restrições sanitárias impactam os desempenhos dos países (CRESCENZIO; LEPERS, 2021).

Apesar do retorno gradual dos investidores globais a mercados emergentes ainda durante a pandemia, motivados pelo baixo retorno dos países centrais (WHEATLEY, 2020<sup>29</sup> *apud* PAULA; FRITZ; PRATES, 2020), há preocupações com o movimento. Empresas dos países emergentes podem ter problemas em decorrência da desvalorização cambial, visto que em geral havia incentivos ao endividamento até recentemente (OECD, 2020<sup>30</sup> *apud* PAULA; FRITZ; PRATES, 2020).

Esse capítulo abordou a hierarquia do sistema monetário e financeiro internacional e seus impactos no Brasil a partir de uma evolução histórica. Particularidades brasileiras interessantes ao estudo da vulnerabilidade externa também foram mencionadas. O capítulo seguinte foca nas crises de 2008 e 2020 no Brasil, com uma análise de dados comparativa.

---

<sup>29</sup> Wheatly, J. 2020. 'Fundamentals matter again for emerging market investors', **Financial Times**, 26 August.

<sup>30</sup> OECD 2020. '**Covid-19 and global capital flows**', available at [https://read.oecdilibrary.org/view/?ref=134\\_134881-twep75dnkt&title=COVID-19-and-global-capitalflows](https://read.oecdilibrary.org/view/?ref=134_134881-twep75dnkt&title=COVID-19-and-global-capitalflows), (accessed 13 August 2020).

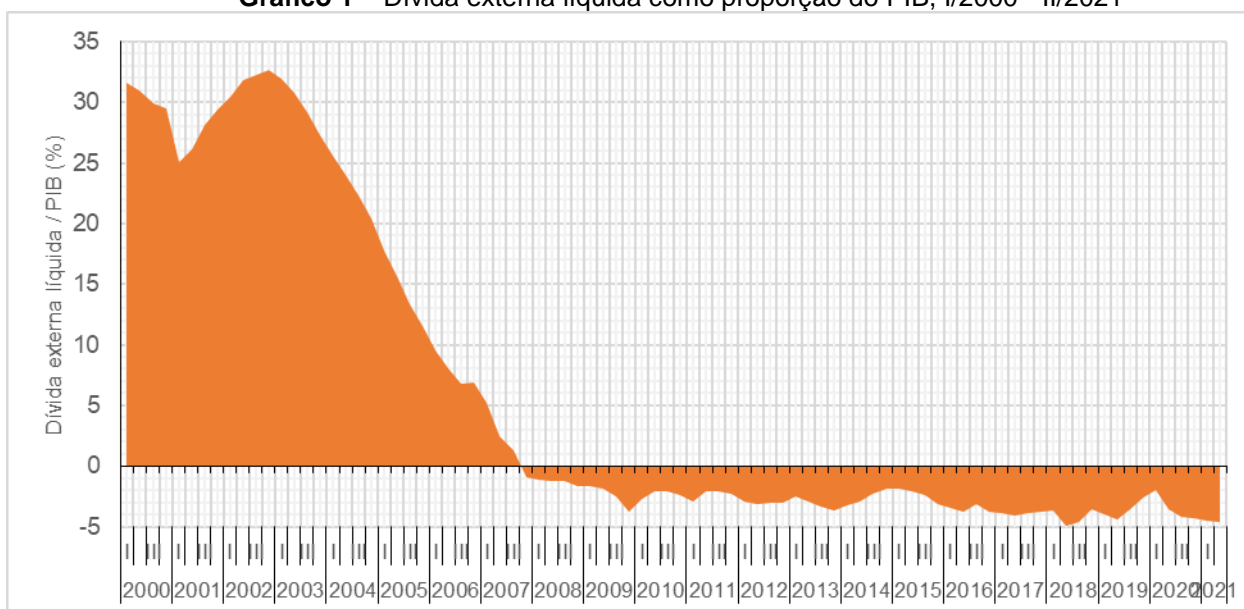
## 4 COMPARAÇÃO DAS CRISES DE 2008 E 2020 NO BRASIL

Seguindo o terceiro e último objetivo específico, este quarto capítulo analisa comparativamente a vulnerabilidade externa da economia brasileira nos períodos da Crise Financeira Global de 2008 e da crise econômica decorrente da pandemia de COVID-19. A análise é qualitativa e realizada a partir das contas externas e da observação dos impactos nos mercados financeiros domésticos, constituindo respectivamente as duas seções do capítulo. Será vista na prática a vulnerabilidade externa conforme conceituada no primeiro capítulo, sempre tendo em vista o contexto histórico geral e nacional do segundo capítulo.

### 4.1 CONTAS EXTERNAS

Serão analisados aqui diversos aspectos das contas externas brasileiras entre 2005 e 2021 (até junho ou até 2020, dependendo da disponibilidade dos dados). Tais dados serão primeiramente o tamanho relativo da dívida externa, as reservas internacionais e os tamanhos relativos do balanço de pagamentos e da posição de investimento internacional propriamente ditos, bem como suas composições e evoluções. Quando oportuno, os fatores mais relevantes de cada estatística serão comparados para as duas crises estudadas.

A única exceção ao período analisado, que será mais abrangente no dado apresentado no gráfico 1, é a dívida externa líquida como proporção do Produto Interno Bruto (PIB): apresentar-se-á o dado a partir do ano de 2000. O dado, percentual e com periodicidade trimestral, vem da série número 11409 do sistema gerenciador de séries temporais do Banco Central do Brasil (2021d).

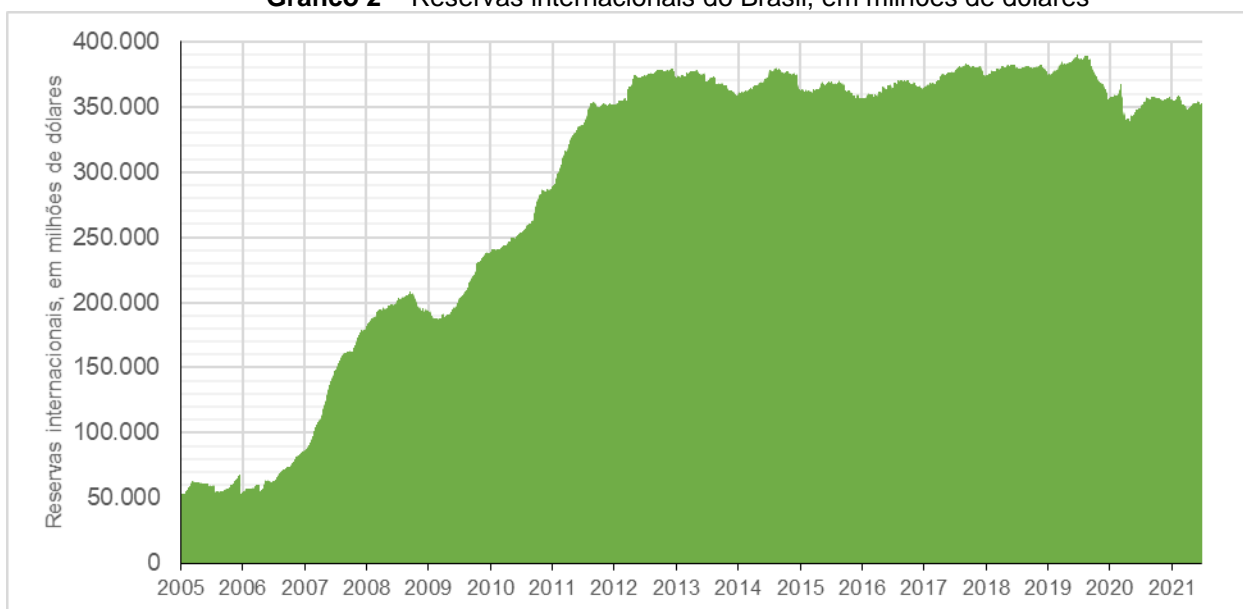
**Gráfico 1** – Dívida externa líquida como proporção do PIB, I/2000 - II/2021

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2021d).

É notável nos dados que há uma completa reversão de cenário no início do século XXI, com a dívida externa líquida atingindo patamares negativos em 2007 e mantendo essa característica posteriormente. Assim, ambas as crises que são foco do presente estudo encontraram uma economia cuja dívida externa não era mais significativa em termos líquidos, o que é bastante positivo. A magnitude da dívida externa líquida, proporcionalmente à economia, é bastante distinta entre os dois períodos: a crise da pandemia teve recepção e resposta favorecidas por esse aspecto. Noije (2014), Biancarelli, Rosa e Verghanini (2018) e Biancarelli (2019) já comentam tal queda de importância da dívida externa e seus impactos positivos para impactos de crises e respostas a elas no país.

Considerando os cenários teórico e histórico já apresentados nos capítulos anteriores, pode-se esperar então uma passagem da vulnerabilidade externa tradicional às novas vulnerabilidades externas na economia brasileira. As informações constantes no gráfico 2 reforçam essa percepção de maneira sensível: números diários e absolutos em dólar para as reservas internacionais, série de número 13621 no sistema gerenciador de séries temporais do Banco Central (2021d).



**Gráfico 2** – Reservas internacionais do Brasil, em milhões de dólares

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2021d).

Há um aumento inicial quase contínuo das reservas internacionais do Brasil, observando-se uma reversão de caráter temporário na época da Crise Financeira Global em 2008 e anos seguintes. Essa melhoria nos números das reservas internacionais ocorre até cerca de 2013, ano a partir do qual há uma relativa estabilidade em termos absolutos. A estabilidade parte para um nível mais baixo nos últimos dois anos observados, o que coincide com o choque econômico da pandemia. A comparação entre os níveis absolutos de reservas pré-crise em 2008 e em 2020 corresponde a um aumento de aproximadamente 70%, conferindo maior proteção à economia brasileira na segunda crise em questão. No entanto, a tendência de acúmulo de reservas era acelerada no período anterior e posterior à crise de 2008 e praticamente inexistente no período anterior à crise de 2020.

A acumulação de reservas internacionais é uma estratégia tradicional para a proteção da economia contra choques externos, representando essencialmente uma diminuição da vulnerabilidade externa de curto prazo. A literatura reconhece amplamente a importância das reservas, conforme Helleiner (2010), Krugman e Obstfeld (2010), Kaltenbrunner e Paineira (2014), Prates e Cunha (2014), Ribeiro (2014), Santiago e Amado (2017), Kaltenbrunner e Paineira (2018), Biancarelli (2019) e Paula, Fritz e Prates (2020).

A próxima estatística a ser observada é a importância relativa dos saldos externos em fluxos e estoques, ou seja, transações correntes (TC) e posição de investimento internacional (PII) em proporção do PIB. As transações correntes acumuladas em 12 meses e a posição de investimento internacional em proporção do PIB têm respectivamente os códigos 23459 e 12506 no Sistema Gerador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil (2021d) para dados trimestrais. As informações constam ao ano na tabela 1 e ao trimestre no gráfico 3.

**Tabela 1** – Transações correntes e posição de investimento internacional em proporção do PIB

Ano	TC/PIB	PII/PIB
2005	1,55%	-35,5%
2006	1,18%	-33,5%
2007	0,03%	-39,2%
2008	-1,83%	-16,9%
2009	-1,58%	-36,6%
2010	-3,59%	-41,1%
2011	-2,93%	-31,4%
2012	-3,43%	-32,3%
2013	-3,24%	-29,3%
2014	-4,14%	-28,8%
2015	-3,05%	-20,9%
2016	-1,36%	-32,4%
2017	-1,07%	-32,1%
2018	-2,69%	-33,1%
2019	-3,46%	-41,9%
2020	-1,80%	-38,3%

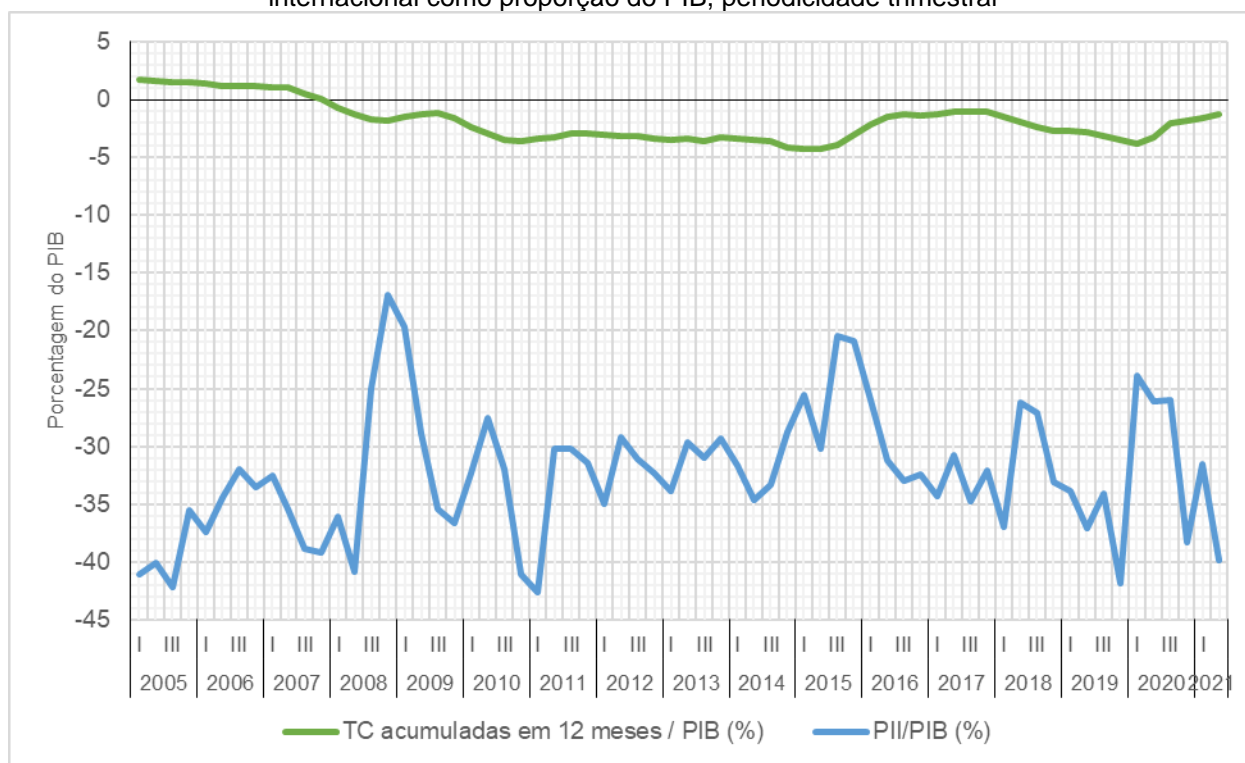
Fonte: Adaptado de Banco Central do Brasil (2021d).

O início da série apresenta saldos em transações correntes que são excepcionalmente positivos, e em um primeiro momento até significativos. Com o passar do tempo, porém, os resultados em transações correntes se tornaram negativos, com o ponto de inflexão justamente entre 2007 e 2008. Entre 2010 e 2015, a importância anual desse déficit passa de 3% do PIB de forma sistemática, o que volta a se repetir em 2019. As transações correntes não voltam a ser superavitárias no período aqui analisado, o que não é positivo para a vulnerabilidade externa. Os fluxos

apresentaram comportamentos agregados bastante próximos nas duas crises, sendo o ano precedente à primeira crise, 2007, consideravelmente mais favorável que o ano de 2019, anterior à segunda.

Quanto aos estoques, é notável o caráter estrutural da posição deficitária, o que não impede sua forte oscilação ao longo do tempo. A posição de investimento internacional, assim, varia grandemente: entre -16,9% do PIB em 2008 e -41,9% em 2019. A característica deficitária e profundamente instável da posição de investimento internacional pode ser confirmada no gráfico 3. Em nenhum momento esse indicador de estoques se aproxima da estabilidade ou do superávit. Noije (2014) e Biancarelli (2019) já notam esse fenômeno e o atribuem ao impacto de mudanças no câmbio e nos preços dos ativos, na prática desconectando os estoques das transações correntes e causando melhorias na PII em épocas de crise.

**Gráfico 3** – Transações correntes acumuladas em 12 meses e posição de investimento internacional como proporção do PIB, periodicidade trimestral



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2021d).

No gráfico também é possível identificar mais claramente os períodos de deterioração e melhora nas transações correntes. Nota-se uma tendência de

deterioração entre 2007 e 2010, que é revertida brevemente durante a Crise Financeira Global. Entre 2015 e 2016 há uma melhora substancial, sucedida por uma deterioração entre 2018 e o início de 2020. Novamente, com a crise econômica decorrente da pandemia de COVID-19, é notável uma recuperação dos saldos em transações correntes.

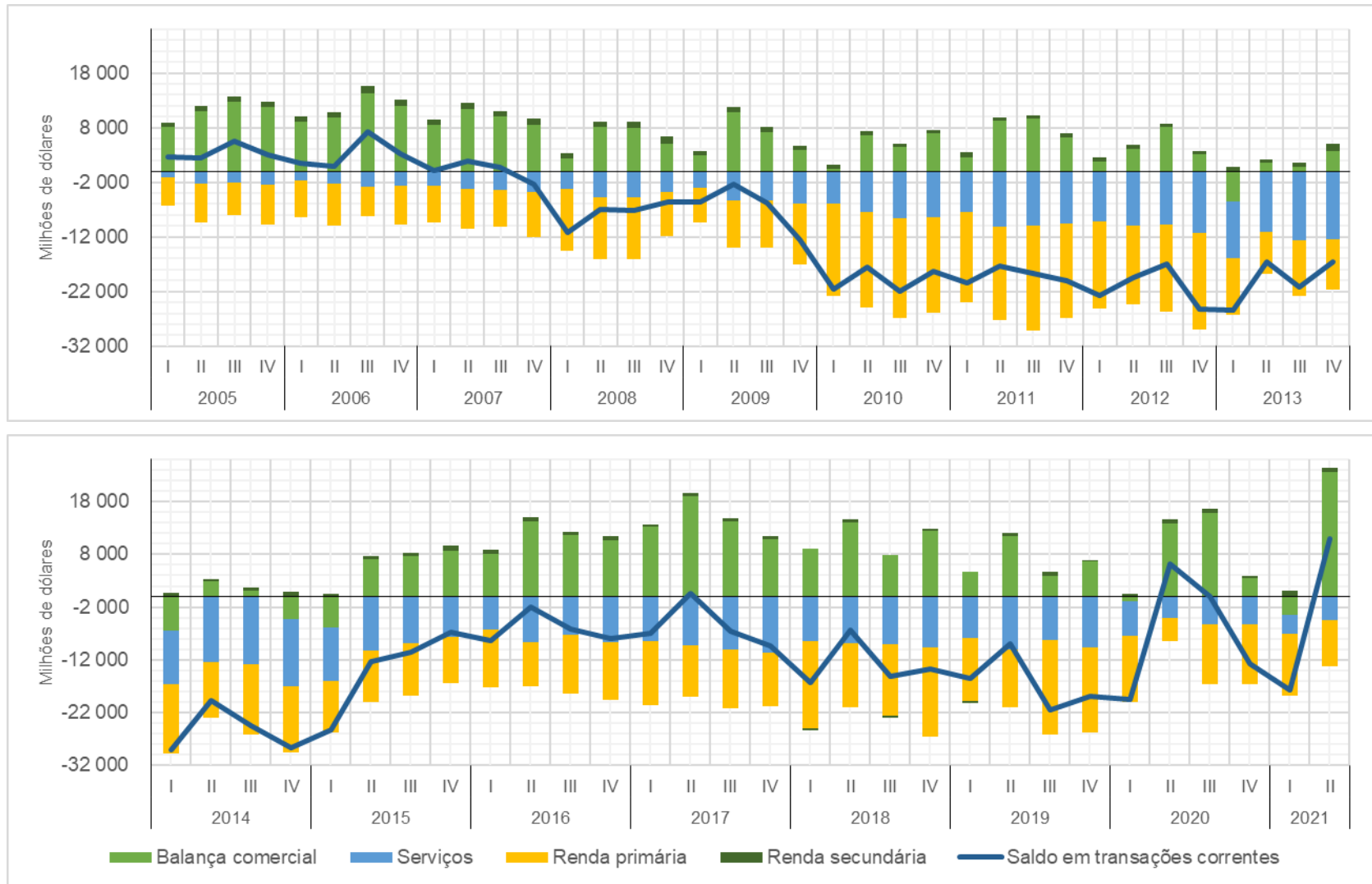
#### **4.1.1 Balanço de Pagamentos**

Nesta subseção, objetiva-se analisar as tendências e a composição das partes real e financeira do balanço de pagamentos do Brasil ao longo do tempo. Os gráficos 4 e 5 apresentam, respectivamente, as contas de transações correntes e financeira do balanço de pagamentos, com suas rubricas constituintes e saldos totais. Ambos os dados vêm do balanço de pagamentos de periodicidade trimestral, sexta versão, conforme publicado pelo Banco Central do Brasil (2021a).

Os gráficos também serão exibidos e comentados em sequência porque suas análises são complementares. Como explicado por Krugman e Obstfeld (2010), as transações correntes registram as transações internacionais de bens e serviços e a conta financeira registra as transações internacionais de ativos e passivos financeiros associadas ao financiamento das trocas reais.

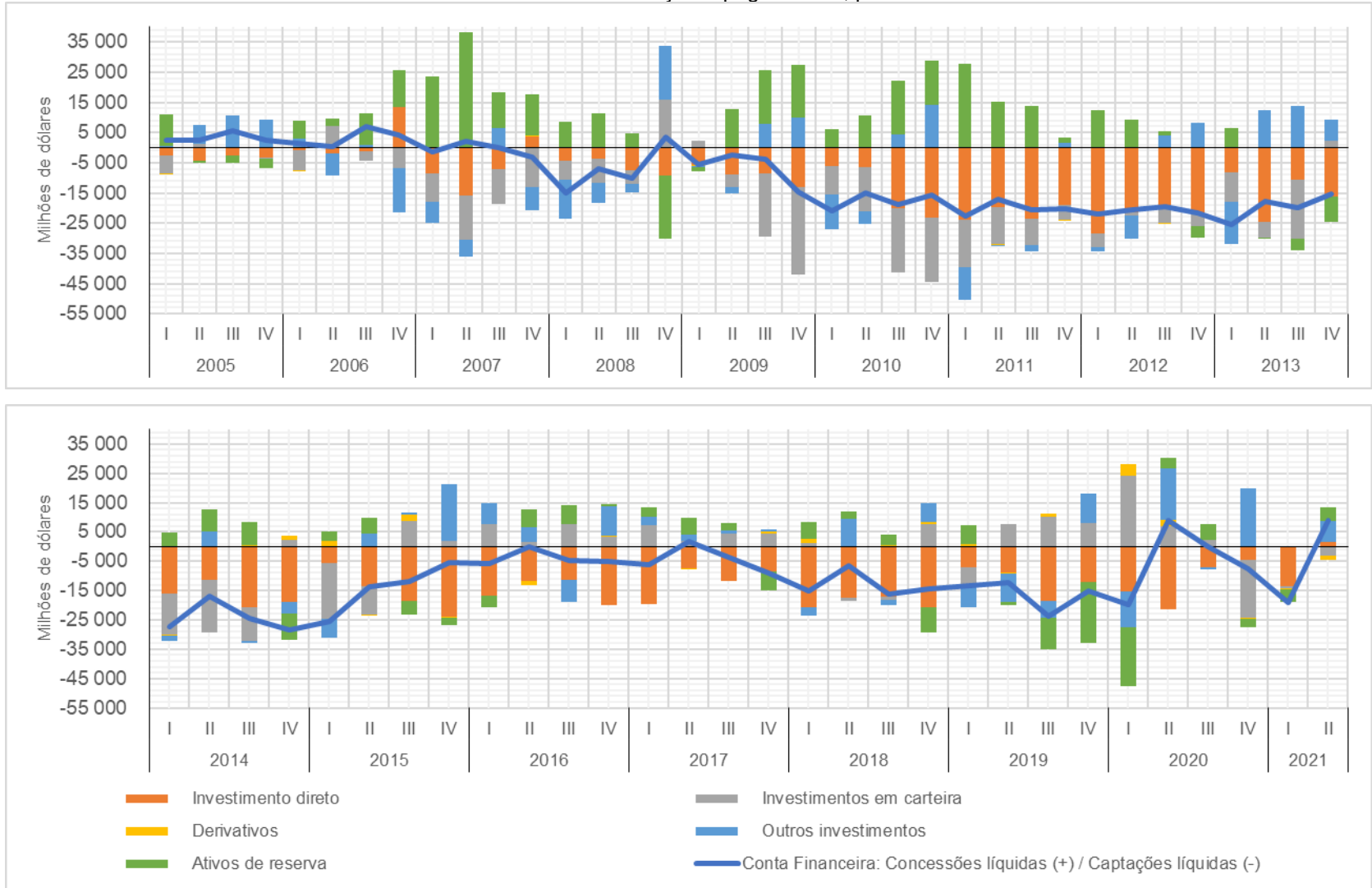
Para ilustração no gráfico 4, a “balança comercial e de serviços” das transações correntes foi desagregada em “balança comercial” e “serviços”. O que motiva essa decisão é o caráter estruturalmente deficitário dos serviços e da renda primária, segundo já apresentado anteriormente por Ribeiro (2016), Pires, Noiye e Conti (2019), Biancarelli, Rosa e Verghanini (2018) e Biancarelli (2019). O gráfico 5, no entanto, manteve todas as rubricas originais da conta financeira do balanço de pagamentos.

**Gráfico 4 – Transações correntes do balanço de pagamentos, periodicidade trimestral, com balança comercial e de serviços desagregada**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2021a).

**Gráfico 5 – Conta financeira do balanço de pagamentos, periodicidade trimestral**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2021a).

Novamente, pode-se observar que as transações correntes partem de superávits e tendem a déficits altos, particularmente no período entre 2010 e 2014. Há uma clara melhoria tendencial por volta de 2015, que se torna instável a partir de 2017. As concessões e captações da conta financeira, por sua vez, correspondem às transações correntes consistentemente de modo quase preciso.

Nas transações correntes, a balança comercial (de bens) se mostra a rubrica positiva mais confiável. O bom desempenho exportador observado no início da série tende lentamente à deterioração, com níveis pífios entre 2013 e 2014. A recuperação que se segue parece ter menos regularidade nos períodos recentes, ainda que se tenha observado um superávit comercial de bens extraordinário no segundo trimestre de 2021. Os serviços – diferentemente dos bens e confirmando as previsões da literatura anteriormente mencionadas – sempre são deficitários, mas se tornam mais importantes entre 2010 e 2017. A renda primária remetida ao exterior cresce substancialmente entre 2007 e 2008, atingindo níveis elevados entre 2010 e 2012. As transferências de renda secundária tendem a ser superavitárias, salvo algumas exceções, e de pouca importância no todo. Análises mais detalhadas dos diferentes momentos da história recente do balanço de pagamentos do Brasil podem ser encontradas em Ribeiro (2016), Biancarelli, Rosa e Verghanini (2018) e Biancarelli (2019).

Na conta financeira do balanço de pagamentos, é visível que o país conseguiu uma boa captação de investimentos diretos a partir de 2010. Há importantes captações em investimentos em carteira entre 2007 e 2015, que diminuem até 2019, ano de fortes concessões que culminam na crise do início de 2020. A partir de então predominaram as captações novamente. É notável em ambos os choques que há uma inversão momentânea de tendências da rubrica de investimentos em carteira, com movimento espelhado nas reservas internacionais: fortes concessões em carteira e captações de reservas. Os ativos de reserva são consistentemente concedidos entre 2006 e 2016, mas com importância particular entre 2007 e 2011. Tal dinâmica condiz com a da acumulação de reservas observada anteriormente no gráfico 2. A rubrica de outros investimentos apresenta grande instabilidade ao longo do tempo, aparentemente sem tendências consistentes. Além disso, no período estudado, os derivativos tendem a uma participação marginal no todo da conta financeira. Análises sobre os investimentos

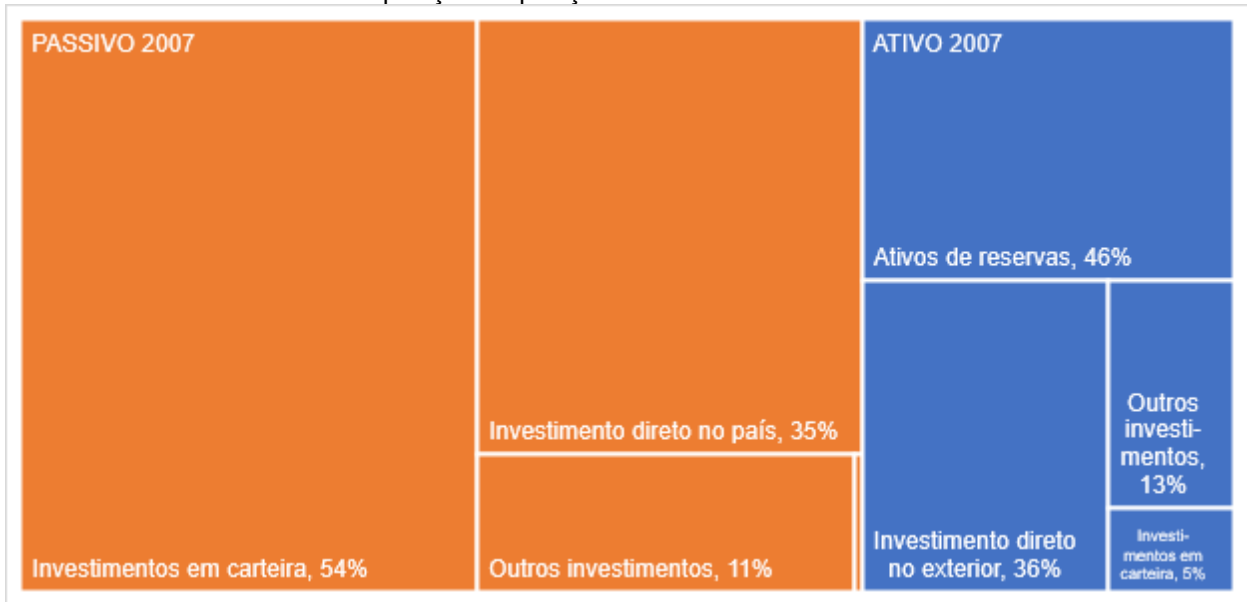
em carteira de modo mais específico podem ser encontradas em Kaltenbrunner e Paineira (2014), Biancarelli, Rosa e Verghanini (2018), Kaltenbrunner (2018), Kaltenbrunner e Paineira (2018) e Biancarelli (2019).

Comparando de modo mais objetivo, os fluxos antecedentes à crise de 2008 parecem melhores que os fluxos antecedentes à crise de 2020. No entanto, no decorrer da crise de 2008 não chegou a haver superávit em transações correntes em nenhum trimestre, diferentemente do que se observa pontualmente em 2020 e em 2021. Comparações dos estoques nos dois momentos estão na subseção a seguir.

#### **4.1.2 Posição de Investimento Internacional**

Esta subseção investiga a composição dos ativos e passivos da posição de investimento internacional (nomenclatura favorecida pelas fontes de dados utilizadas, alternativamente chamada de posição internacional de investimentos, ambas de abreviatura PII) do Brasil em 2007 e em 2019, últimos anos antes dos choques da Crise Financeira Global e da pandemia de COVID-19. Os dados, que estão nos gráficos 6 e 7, foram extraídos da posição de investimento internacional conforme publicada pelo Banco Central do Brasil (2021b). Os gráficos apresentados com o mesmo estilo neste trabalho terão porcentagens ao lado dos nomes para cada item, referentes à participação no grupo que pertencem (cada grupo totaliza 100%).

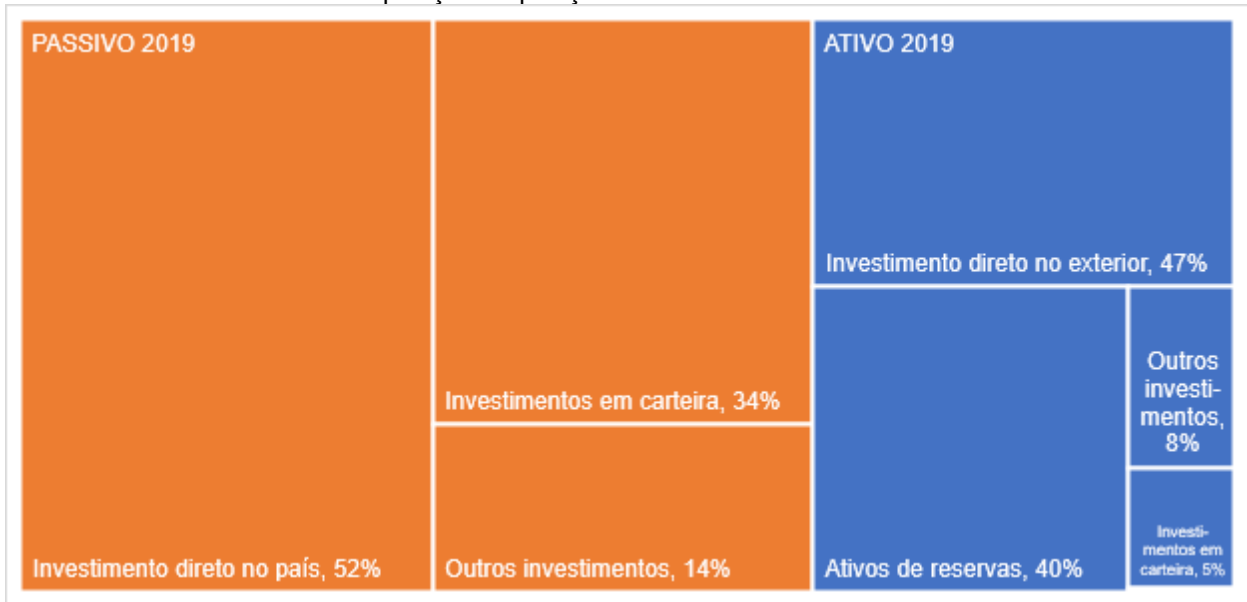


**Gráfico 6** – Composição da posição de investimento internacional em 2007

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2021b).

No gráfico 6 é visível que os passivos externos predominantes em 2007 eram os de carteira, com 54% dos passivos totais. Além da possibilidade de liquidação rápida das posições estrangeiras nos mercados financeiros nacionais, as reservas internacionais são visivelmente inferiores ao estoque de investimentos em carteira no país, completando um quadro bastante indesejável. Conforme lembram Noije (2014) e Biancarelli (2019), porém, em momentos de crise a desvalorização dos ativos de carteira e da moeda do Brasil se fazem sentir na melhoria dos estoques externos, atenuando grandemente o potencial danoso da crise externa.

Mais de um terço dos ativos e passivos são em investimento direto, constituindo uma parcela mais estável de ambos os lados. A conta diversa de “outros investimentos” é relevante, mas não se destaca nem nos ativos e nem nos passivos. Os investimentos em carteira no exterior existem, mas não são muito relevantes. Apesar de menores que os passivos por investimentos em carteira, a acumulação anterior de ativos de reservas pode ser percebida por compor quase metade dos ativos externos de 2007.

**Gráfico 7** – Composição da posição de investimento internacional em 2019

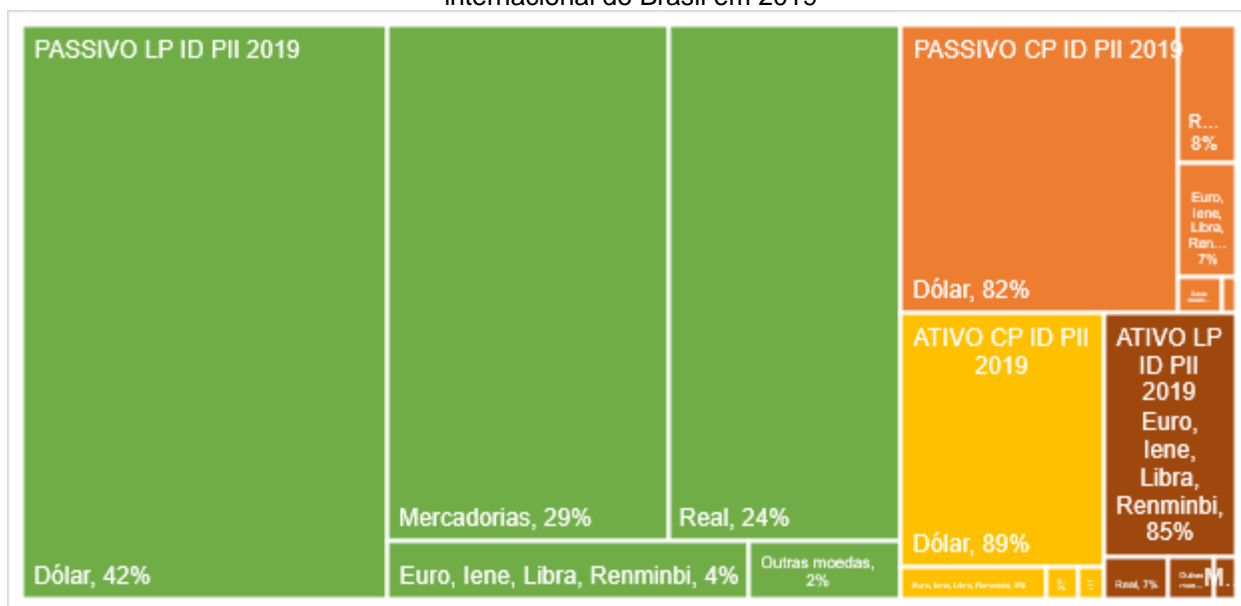
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2021b).

O gráfico 7 evidencia que em 2019 o passivo externo mais relevante era o de investimento direto no país, com 52% do total. Isso inclusive pode ter ocorrido pela menor atratividade dos ativos financeiros nacionais, visto que os dados do Banco Central do Brasil (2021b) sugerem um aumento modesto entre 2007 e 2019 para os números absolutos dos passivos externos em carteira: de cerca de 482 bilhões de dólares em 2007 para 570 bilhões de dólares em 2019. O mesmo ocorre nos ativos externos, compostos em 47% por investimentos diretos no exterior. Comparativamente a 2007, a composição de “outros investimentos” cresce nos passivos e cai nos ativos. Investimentos em carteira têm uma participação de 34% nos passivos, e novamente não são muito relevantes nos ativos. A cobertura dos investimentos em carteira pelos ativos de reservas aumenta significativamente, mas ainda não é total a preços e câmbio de 2019. Em geral, a composição da posição de investimento internacional indica uma menor vulnerabilidade para a crise da pandemia de COVID-19 que para a Crise Financeira Global.

Outro dado muito interessante é referente a moedas e prazos dos instrumentos de dívida da posição de investimento internacional em 2019, retirado de um documento com esse propósito específico publicado pelo Banco Central (2021c). Infelizmente essa estatística não está disponível para comparação com 2007, uma vez que a série se

inicia somente em 2015. As porcentagens do gráfico 8 novamente fecham 100% em cada um dos quatro grupos.

**Gráfico 8** – Distribuição em prazos e moedas dos instrumentos de dívida da posição de investimento internacional do Brasil em 2019



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2021c).

A conclusão de melhor composição do passivo externo é reforçada pela predominância da exigibilidade a longo prazo nos instrumentos de dívida, inclusive com a maioria do passivo de longo prazo sequer denominada em moedas estrangeiras. Muito dos ativos é de curto prazo, porém. Tanto nos passivos quanto nos ativos de curto prazo, a parcela dos instrumentos de dívida denominada em moeda estrangeira demonstra a predominância do dólar nas transações internacionais. Chama a atenção como esse padrão não se repete nos ativos de dívida de longo prazo, predominantemente denominados em outras divisas importantes.

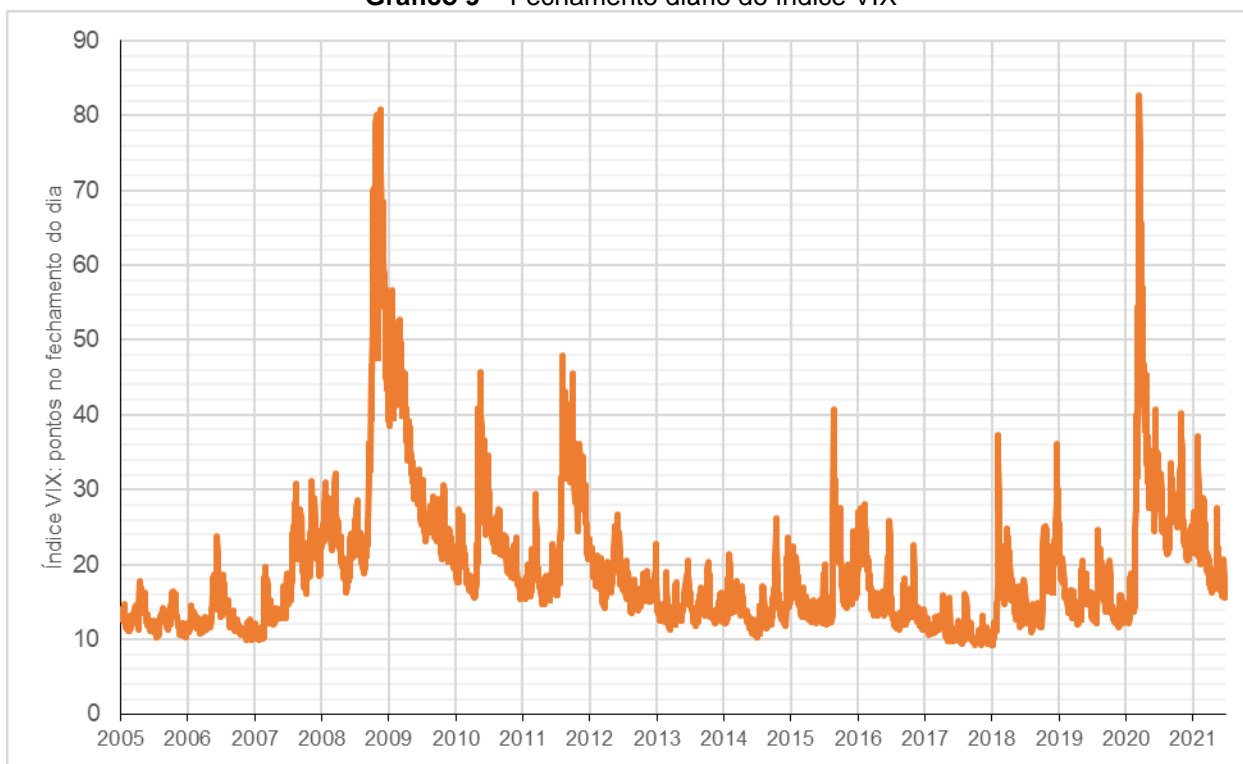
## 4.2 MERCADOS FINANCEIROS

Partindo da literatura apresentada nos dois capítulos anteriores, sabe-se que é importante observar os efeitos dos choques externos nos mercados financeiros do país. Isso será feito nesta seção, completando a análise comparativa da vulnerabilidade

externa nas crises de 2008 e de 2020. As estatísticas analisadas serão o índice de volatilidade VIX, o índice de ações brasileiro Ibovespa, a taxa de câmbio nominal e um índice para a taxa de câmbio real.

Partindo da literatura apresentada nos dois capítulos anteriores, sabe-se que um índice importante para épocas de instabilidade nos mercados financeiros internacionais é o VIX. Esse índice representa a aversão a risco dos agentes e está correlacionado com movimentos de capitais mundo afora e seus impactos diretos, conforme já desenvolvido nos capítulos anteriores a partir de Kaltenbrunner e Paineira (2014), Rey (2015) e Kaltenbrunner (2018). Dados de periodicidade diária para o valor fechamento do índice entre 2005 e o primeiro semestre de 2021 estão no gráfico 9.

**Gráfico 9** – Fechamento diário do índice VIX



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CBOE (2021).

O que pode ser observado de forma clara são dois picos extraordinariamente altos entre o final de 2008 e o início de 2009 e o ano de 2020, particularmente em seu início. Para o período em questão, outros momentos de alta do índice sequer se comparam a essas duas perturbações específicas. Isso comprova a magnitude tanto da

Crise Financeira Global quanto do choque econômico da pandemia de COVID-19 nos mercados financeiros internacionais, com efeitos evidentes no Brasil.

No gráfico 10 consta o principal índice de ações do mercado de capitais do Brasil, o Ibovespa, entre janeiro de 2005 e junho de 2021. Os dados são do Yahoo Finanças (2021), também com periodicidade diária para a pontuação do índice no fechamento do mercado.

**Gráfico 10 – Fechamento diário do índice Ibovespa**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Yahoo Finanças (2021).

A bolsa de valores brasileira vinha apresentando ganhos substanciais, conforme pode ser visto entre 2005 e 2008. A queda de 2008 é forte, mas relativamente gradual, durando boa parte do ano. Dinâmica semelhante pode ser vista na recuperação, sólida e lenta até 2010. A partir de então, a bolsa de valores tem um período desfavorável, manifestado por uma tendência de queda que se perpetua até o ano de 2016. Tal ano é um ponto de inflexão para o mercado de ações brasileiro, visto que há uma alta impressionante de cerca de 200% acumulados ao longo de quatro anos consecutivos. O choque econômico da pandemia, no início de 2020, leva a uma queda rápida e

pronunciada no índice. A recuperação ao patamar anterior ao choque ocorre no final do ano, e no início de 2021 o Ibovespa chega a ultrapassar esse ponto. É importante notar que os momentos das duas grandes quedas do Ibovespa são rigorosamente os mesmos das altas extraordinárias do VIX, confirmando o comovimento esperado pela literatura. Comparativamente, a queda absoluta foi maior na crise da pandemia, mas a queda relativa foi maior na crise de 2008.

A taxa de câmbio nominal (código 1 no sistema gerenciador de séries temporais do Banco Central do Brasil) é apresentada no gráfico 11. Movimentos no mercado de câmbio confirmam as afirmações da literatura, particularmente em Prates (2005), Kaltenbrunner e Paineira (2014), Biancarelli, Rosa e Verghanini (2018), Kaltenbrunner (2018), Kaltenbrunner e Paineira (2018) e Paula, Fritz e Prates (2020).

**Gráfico 11** – Taxa de câmbio, reais por dólar



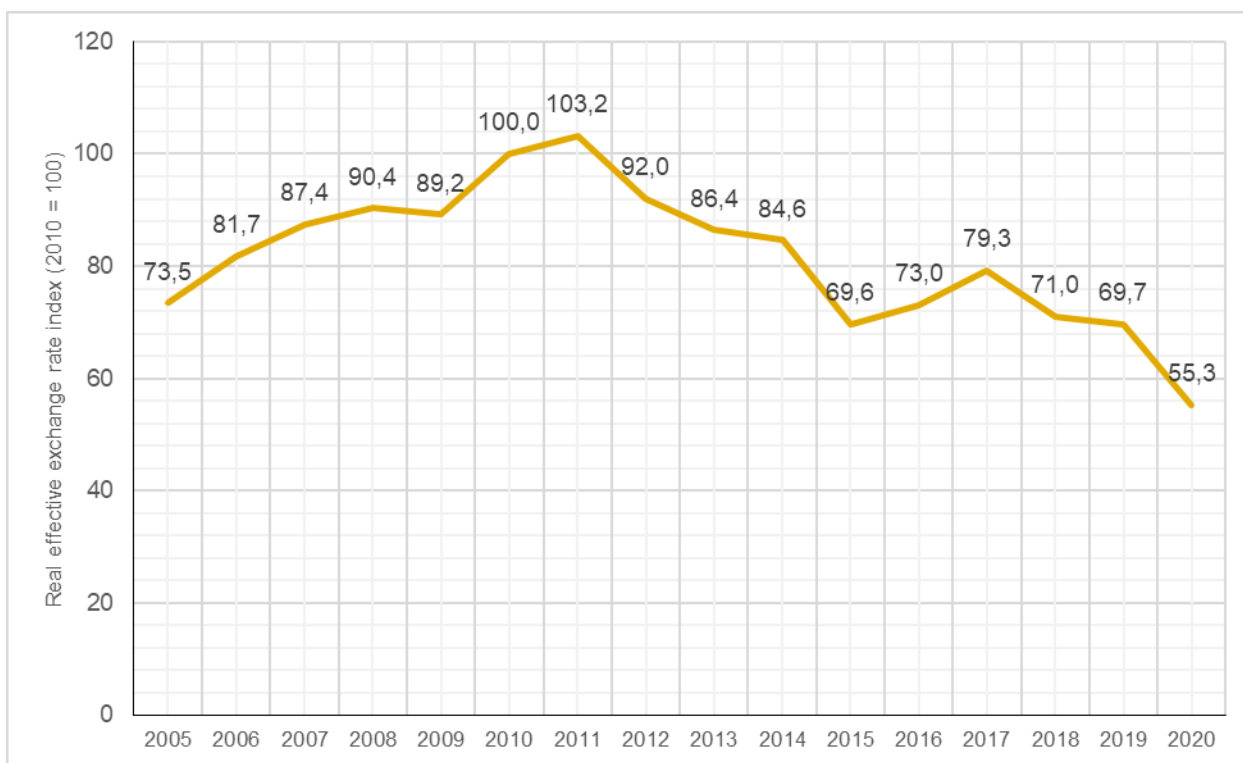
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2021d).

Nota-se no gráfico 11 que há uma trajetória clara de apreciação do real, subitamente interrompida pelo choque da Crise Financeira Global em 2008, mas cujo ponto de inflexão se dá entre 2011 e 2012. A depreciação oriunda da crise de 2008 foi

recuperada nominalmente em pouco mais de um ano. A moeda começa a se depreciar, passando por um pico e um vale até se manter relativamente estacionária, com a usual volatilidade, até o início de 2020. Quando do choque econômico da pandemia no início de 2020, o valor do real cai no que representa uma mudança nominal de cerca de 4 para 6 reais por dólar. Observa-se forte volatilidade em um alto patamar nominal para a taxa de câmbio nominal em relação ao dólar desde então. Comparando as duas crises, a depreciação da moeda ocorreu em magnitude relativa semelhante, mas em números absolutos a depreciação da crise da COVID-19 é significativamente maior.

Ainda sobre o impacto no câmbio, o dado do gráfico 12 pode complementar a análise. Há um índice para a taxa de câmbio real efetiva dos países, cuja fonte é o Banco Mundial, que é fundamentalmente uma razão entre várias taxas de câmbio da moeda e um deflator de preços. Ou seja, são levadas em consideração taxas de câmbio contra uma cesta de moedas e a inflação local do país no seu cálculo. É um índice abstrato, com base 100 em 2010 (WORLD BANK, 2020).

**Gráfico 12** – Índice de taxa de câmbio real para o Brasil



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de World Bank (2020).

Os dados revelam informações interessantes, apesar de não indicarem por si próprios uma taxa de câmbio ideal para comparações mais objetivas. Antes e depois da crise de 2008, a moeda brasileira vinha em uma apreciação real contínua, já em curso no início da série de dados observada. Essa crise interrompeu a tendência apenas no ano de 2009, tendo impacto passageiro sobre o câmbio real. Nota-se uma inversão da tendência a partir de 2012, brevemente revertida em 2015 e 2016. Quando do impacto econômico da pandemia, em 2020, a depreciação real da moeda representa uma aceleração importante em relação à sua trajetória prévia. Comparando os dois momentos de depreciação, portanto, é nítido que a pandemia desencadeou uma queda muito maior no valor efetivo do real que a Crise Financeira Global.

Em suma, pode-se fazer um balanço da análise qualitativa da vulnerabilidade externa nas duas crises. A dívida externa já era negativa em termos líquidos em ambos os momentos, diminuindo a vulnerabilidade do país. As reservas internacionais não estavam mais sendo acumuladas, mas possuíam um nível bastante favorável particularmente às vésperas da crise de 2020. As transações correntes e a posição de investimento internacional em geral estavam mais propícias no momento do choque da crise de 2008, principalmente se considerarmos os vários anos difíceis da economia brasileira que antecederam a pandemia de COVID-19. A composição dos estoques da posição de investimento internacional prévios à crise favorece muito o momento recente em detrimento da crise de 2008. O mercado de ações teve queda e recuperação menores e mais lentas em 2008, e maiores e mais rápidas em 2020. Considerando os câmbios nominal e real conjuntamente, a crise econômica da pandemia causou um impacto negativo muito maior. Por fim, a literatura consultada para os capítulos anteriores foi confirmada sistematicamente nas análises empíricas.



## 5 CONCLUSÃO

O presente trabalho procedeu a uma análise comparativa da Crise Financeira Global de 2008 e da crise econômica decorrente da pandemia de COVID-19 em 2020, partindo da vulnerabilidade externa em países periféricos. A literatura utilizada para construir os conceitos e a história necessária que lidam com propriedade com o tema vem principalmente, mas não apenas, de contribuições estruturalistas e pós-keynesianas, sustentando as hipóteses assumidas.

Economias periféricas enfrentam historicamente crises externas caracterizadas pela dificuldade em obter as divisas necessárias para financiar suas transações econômicas internacionais, motivando preocupações continuadas com a situação dos seus setores externos. Com o passar do tempo e a mudança gradativa do sistema econômico internacional, surgiu outra preocupação associada a esta, que envolve os fluxos de capital a países não favorecidos pela hierarquia de moedas. Essa hierarquia postula que não há tratamento igual para as moedas internacionalmente, conferindo privilégios ao dólar e a moedas de outras economias avançadas. Desta forma existe uma subordinação financeira e macroeconômica dos países periféricos, que os fragiliza especialmente em momentos de crise.

O sistema internacional atual remonta vagamente ao estabelecido na Conferência de Bretton Woods, em 1944. Hoje, o dólar continua sendo a moeda de reserva internacional, mas sem lastro, os fluxos de capital foram liberalizados e o câmbio é predominantemente flutuante. A liberdade de movimentos de capitais levou a fluxos cíclicos de recursos em direção aos países periféricos, sob condições determinadas em boa medida pelo centro do sistema financeiro global. Dois momentos particulares de reversão dos fluxos de capitais foram a Crise Financeira Global e a crise decorrente da pandemia de COVID-19, o que no caso do Brasil naturalmente envolve particularidades da história econômica nacional recente.

A partir da análise qualitativa de dados empíricos, foi possível comparar as duas crises. Favorecendo a crise de 2020 estavam o volume de reservas internacionais e a composição benigna da posição internacional de investimentos. A crise de 2008, por sua vez, teve impactos amenizados no país em decorrência da trajetória positiva

herdada no setor externo. A diferença de desempenho do Brasil nas crises fica clara ao se observar o câmbio real da moeda nacional, muito mais abalado na crise da pandemia de COVID-19 que na Crise Financeira Global.

A limitação dessa pesquisa é principalmente a relativa estreiteza do foco apenas da situação externa no contexto total de ambas as crises, limitando o escopo de análise. Adicionalmente, a metodologia adotada impede a análise dos impactos indiretos das novas formas de vulnerabilidade externa sobre a economia real, certamente não desprezíveis. Um problema novo que surgiu foi a possibilidade de se atualizar indicadores para a vulnerabilidade externa tradicional, ou a elaboração de indicadores mais objetivos para mensurar as novas formas de vulnerabilidade. Sugestões para pesquisas futuras são comparações das mesmas crises por outros aspectos além do setor externo, comparações de outras crises externas, estudos mais aprofundados sobre o sistema monetário e financeiro internacional e o uso de métodos quantitativos para a comparação entre crises.

---

1 Trecho original em inglês: “The greater presence of foreign investors in local capital markets has increased the transmission of international financial shocks to these markets, as surges in the entry and exit of non-residents affect not only asset prices but also exchange rates.” (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020, p. 15).

2 Trecho original em inglês: “a prudent management of these capital flows becomes essential to reduce exchange rate volatility, lower interest rates, and manage EEs’ integration into the world economy more sustainably.” (KALTENBRUNNER, 2018, p. 29)

3 Trecho original em inglês: “The beauty of studying the international monetary and financial systems lies also in realizing their all-encompassing relevance for our economic lives.” (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019, p. 889)

## REFERÊNCIAS

- ALAMI, Ilias. Taming Foreign Exchange Derivatives Markets? Speculative Finance and Class Relations in Brazil. **Development and Change**, Haia, v. 50, n. 5, p. 1310-1341, 30 maio 2019. Wiley. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/dech.12514>>. Acesso em 19 ago. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL - BCB. **Balanco de pagamentos - BPM6**: trimestral. Brasília, DF, 2021a. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>>. Acesso em 11 out. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL - BCB. **Posição de investimento internacional**. Brasília, DF, 2021b. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>>. Acesso em 11 out. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL - BCB. **Posição de investimento internacional - instrumentos de dívida - distribuição por moeda e setor institucional**. Brasília, DF, 2021c. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>>. Acesso em 11 out. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL - BCB. **SGS - Sistema gerenciador de séries temporais - v 2.1**. Brasília, DF, 2021d. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>>. Acesso em 12 out. 2021.
- BIANCARELLI, André M. A velha senhora, em roupas novas: vulnerabilidade externa no Brasil atual. In: LEITE, Marcos Vinicius Chiliatto (org.). **Alternativas para o desenvolvimento brasileiro**: Novos horizontes para a mudança estrutural com igualdade. Santiago: Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), 2019. p. 217-240. Disponível em: <[https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44616/1/S1900253\\_pt.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44616/1/S1900253_pt.pdf)>. Acesso em 19 ago 2021.
- BIANCARELLI, André; ROSA, Renato; VERGNHANINI, Rodrigo. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. In: CARNEIRO, Ricardo; BALTAR, Paulo; SARTI, Fernando (Orgs.). **Para além da política econômica**. São Paulo: Editora Unesp Digital, 2018. p. 91-125. Disponível em: <<https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/para-alem-da-politica-economica.pdf>>. Acesso em 19 ago 2021.
- CBOE. **VIX historical price data**. [Chicago, IL], 2005-2021. Disponível em: <[https://www.cboe.com/tradable\\_products/vix/vix\\_historical\\_data/](https://www.cboe.com/tradable_products/vix/vix_historical_data/)>. Acesso em 3 nov. 2021.
- CONTI, Bruno Martarello de; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 23, n. 2, p.

341-372, ago. 2014. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0104-06182014000200003>>. Acesso em 25 out 2021.

CRESCENZIO, Annamaria de; LEPERS, Etienne. **Extreme capital flow episodes from the Global Financial Crisis to COVID-19: an exploration with monthly data.** [Paris]: OECD, 2021. 51 p. (OECD Working Papers on International Investment 2021/05). Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/18151957>>. Acesso em 14 nov. 2021.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo; PANIZZA, Ugo. Currency mismatches, debt intolerance, and the original sin: why they are not the same and why it matters. In: EDWARDS, Sebastian (Org.). **Capital controls and capital flows in emerging economies: policies, practices and consequences.** Chicago: University of Chicago Press, 2007, p.121-170. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c0150>>. Acesso em 19 ago. 2021.

ESSERS, Denis. Developing country vulnerability in light of the global financial crisis: shock therapy? **Review of Development Finance**, [S.l.], v. 3, n. 2, p. 61-83, abr. 2013. Elsevier BV. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.rdf.2013.02.001>>. Acesso em 15 nov. 2021.

FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 10, n. 2, p. 81-111, dez. 2001. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643099>>. Acesso em 18 mai 2021.

GOURINCHAS, Pierre-Olivier; REY, Hélène; SAUZET Maxime. The international monetary and financial system. **Annual Review of Economics**, [S.L.], v. 11, n. 1, p. 859-893, 2 ago. 2019. Annual Reviews. Disponível em: <<https://doi.org/10.1146/annurev-economics-080217-053518>>. Acesso em 19 out. 2021.

GRABEL, Ilene. **Post-American moments in contemporary global financial governance.** Amherst: Political Economy Research Institute, 2021. 20 p. (PERI Working Paper 511). Disponível em: <<https://peri.umass.edu/publication/item/1306-post-american-moments-in-global-financial-governance-in-the-new-millennium>>. Acesso em 19 ago. 2021.

HELLEINER, Eric. A Bretton Woods moment? The 2007-2008 crisis and the future of global finance. **International Affairs**, [S.L.], v. 86, n. 3, p. 619-636, maio de 2010. Oxford University Press (OUP). Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1468-2346.2010.00901.x>>. Acesso em 19 ago. 2021.

KALTENBRUNNER, Annina. Financialised internationalisation and structural hierarchies: a mixed-method study of exchange rate determination in emerging economies. **Cambridge Journal of Economics**, [Cambridge], v. 42, n. 5, p. 1315-1341, 2018. Oxford University Press (OUP). Disponível em: <<http://eprints.whiterose.ac.uk/123324/>>. Acesso em: 26 mar. 2021.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience. **Cambridge Journal of Economics**, [Cambridge], v. 39, n. 5, p. 1281-1306, 16 out. 2014. Oxford University Press (OUP). Disponível em: <<https://doi.org/10.1093/cje/beu038>>. Acesso em 4 mar. 2016.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: the Brazilian experience. **New Political Economy**, [S.L.], v. 23, n. 3, p. 290-313, 2018. Disponível em: <<http://eprints.whiterose.ac.uk/117976/>>. Acesso em: 26 mar. 2021.

KOSE, M. Ahyan *et al.* **Financial globalization: a reappraisal**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2006. 90 p. (NBER Working Paper 12484). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w12484>>. Acesso em 19 ago. 2021.

KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice. **Economia internacional: teoria e política**. 8. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010. 554 p.

NOIJE, Paulo Van. Vulnerabilidade externa e composição da posição internacional de investimentos: Brasil 2001-2010. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 34, n. 3, p. 471-484, jul/set 2014. Disponível em <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-31572014000300007&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572014000300007&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em 10 mar. 2021.

OCAMPO, José Antonio. **International asymmetries and the design of the international financial system**. Santiago: Nações Unidas, 2001. 36 p. (CEPAL – Serie Temas de coyuntura n. 15). Disponível em: <[https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/7776/S01040327\\_en.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/7776/S01040327_en.pdf)>. Acesso em 22 abr. 2021.

PAULA, Luiz Fernando de; FRITZ, Barbara; PRATES, Daniela. **The methamorphosis of external vulnerability from 'original sin' to 'original sin redux': Currency hierarchy and financial globalisation in emerging economies**. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2020. 34 p. (Texto para discussão n. 033/2020) Disponível em: <[https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2020/TD\\_IE\\_033\\_2020\\_PAULA\\_FRITZ\\_PRATES.pdf](https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2020/TD_IE_033_2020_PAULA_FRITZ_PRATES.pdf)>. Acesso em 26 mar. 2021.

PIRES, Julio Manuel; NOIJE, Paulo Van; CONTI, Bruno Martarello de. Vulnerabilidade externa brasileira nos anos 1980: uma análise a partir da posição internacional de investimentos e do fluxo de rendas. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 37, n. 72, p. 79-112, 1 abr. 2019. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Disponível em: <<dx.doi.org/10.22456/2176-5456.70807>>. Acesso em: 26 mar. 2021.

PRATES, Daniela Magalhães. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p.

263-288, mai/ago 2005. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S1415-98482005000200002>>. Acesso em 25 out 2021.

PRATES, Daniela Magalhães; CUNHA, André Moreira. A vulnerabilidade externa em tempos de instabilidade: avaliando a liquidez e a solvência da economia brasileira entre 2007 e 2013. **Revista Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 10, nº 3, p. 09-19, jul/set 2014. Disponível em <<https://revistas.ufpr.br/ret/article/view/35806/25046>>. Acesso em 10 Mar. 2021.

PRASAD, Eswar et al. **Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence**. [Washington]: Fundo Monetário Internacional, 2003. 86 p. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>>. Acesso em 19 ago. 2021.

REY, Hélène. **Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2015. 41 p. (NBER Working Paper No. 21162). Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w21162>>. Acesso em 5 out 2021.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha; AMADO, Adriana Moreira. Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 1, p. 41-59, jan/mar 2007. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0101-31572007000100003>>. Acesso em 15 nov. 2021.

RIBEIRO, Fernando José da S. P. **Reavaliando a vulnerabilidade externa da economia brasileira**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2016. 47 p. (Texto para Discussão n. 2247) Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10419/177463>>. Acesso em 12 mar 2021.

SANTIAGO, Saulo Quadros; AMADO, Adriana Moreira. Elementos pós-keynesianos e estruturalistas para a análise da vulnerabilidade externa latino-americana no contexto de finanças globalizadas. **Brazilian Keynesian Review**, v. 3, n. 1, p. 25-47, 12 ago. 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.33834/bkr.v3i1.84>>. Acesso em 26 mar. 2021.

THE ECONOMIST. Brazil takes off. **The Economist**, [Londres], 12 nov. 2009. Disponível em: <<https://www.economist.com/leaders/2009/11/12/brazil-takes-off>>. Acesso em 7 nov. 2021.

THE ECONOMIST. Jair Bolsonaro is not the only reason his country is in a ditch. **The Economist**, [Londres], 3 jun. 2021. Disponível em: <<https://www.economist.com/leaders/2021/06/03/jair-bolsonaro-is-not-the-only-reason-his-country-is-in-a-ditch>>. Acesso em 7 nov. 2021.

VALE, Petterson Molina. Era FHC: as três amarras dos juros. **Leituras de Economia Política**, Campinas, v. 13, n. 1 (18), p. 77-98, jul. 2011. Disponível em: <<https://www.economia.unicamp.br/leituras-economia-politica/vol-13-N-1-f-18-p-1-163-jul-2011>>. Acesso em 18 mai. 2021.

WORLD BANK. **Real effective exchange rate index (2010 = 100) - Brazil.**

[Washington, DC], 2005-2020. Disponível em:

<<https://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER?end=2020&locations=BR&start=2005>>. Acesso em 3 nov. 2021.

YAHOO FINANÇAS. **Dados históricos da Ibovespa (^BVSP).** [S.l.], 2005-2021.

Disponível em: <<https://br.financas.yahoo.com/quote/%5EBVSP/history>>. Acesso em 11 out. 2021.