



Resumo do Trabalho de Iniciação Científica – Instituto de Economia da Unicamp  
Título: **A liquidez internacional e seu impacto na conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro entre 2014 e 2018**  
Aluno: Marcelo Di Bonifacio Filho  
Orientador: Pedro Linhares Rossi

A presente pesquisa, cujo título é “A liquidez internacional e seu impacto na conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro entre 2014 e 2018”, teve como objetivo estudar uma vasta literatura acerca de temas relacionados a economia do setor externo, bem como relacioná-la com as condicionantes estruturais e conjunturais do capitalismo global no período referido e com o desempenho do balanço de pagamentos do Brasil, com o devido foco na conta financeira – que registra os fluxos de capital entre residentes e não-residentes.

O trabalho foi separado em três frentes. A primeira, com o intuito de discutir, aprofundar e revisar temas e argumentos que giram em torno dos ciclos de liquidez global, cujo foco está na interpretação heterodoxa sobre os fluxos de capital em uma economia monetária de produção regida por uma hierarquia de moedas. A segunda parte, há uma contextualização do cenário internacional e seus principais índices relacionados a liquidez internacional, como comércio global, os fluxos de capital em direção aos países não desenvolvidos, taxas básicas de juros das diversas economias, e outros. Por último, coube a análise dos dados do balanço de pagamentos brasileiro a fim de por em prática o discutido teoricamente na primeira parte em comparação com as informações e dados da segunda.

### **A discussão teórica**

O ponto central da abordagem teórica acerca da liquidez internacional é a visão heterodoxa sobre os fluxos de capital: eles seriam decisões de alocação de portfólio sem vínculo com necessidade de poupança, ligados a fatores financeiros pelos agentes (Biancarelli, Rosa e Verghnanini, 2018). A visão ortodoxa, por outro lado, enxerga os fluxos de capital como um mero reflexo dos déficits em transação corrente, ou seja, como uma necessidade de poupança externa – se o país não consegue cumprir seus compromissos externos pois não gera divisas suficientes para tal, ele busca a poupança externa. Esse ponto de partida, se diferenciando da visão convencional, é essencial para a discussão de todos os outros temas abordados nessa seção.

Em seguida, a hierarquia monetária no sistema financeiro e monetário internacional ajuda a entender como esses fluxos de capital se movimentam. Essa ideia parte das funções que uma moeda desempenha em uma economia monetária de produção. Para além da função de meio de troca da moeda, em que ela serviria apenas como um “véu” entre as mercadorias (postulado em teorias clássicas da moeda), a visão *keynesiana*, segundo Amado (2000) parte da moeda como unidade de conta, que seria a capacidade dela em conectar o passado com o futuro, por meio da denominação dos contratos na economia, como salários, aluguéis, preços no geral, e outros. Essa primeira função caracteriza a economia monetária de produção, afinal, é ela que mostra como as relações econômicas são determinadas em termos monetários, e mais, como elas são relações de débito e crédito, que só podem ser garantidas em termos monetários.



Derivada dessa função, a moeda cumpre o papel de meio de pagamento, que nada mais é do que a capacidade dela em selar essas relações econômicas de débito e crédito descritas pela função unidade de conta. A última função, também derivada da primeira, e a mais complexa, é a moeda como reserva de valor, ou seja, ela sendo depositária ideal de riqueza, transportando riqueza monetária ao longo do tempo, de forma segura. Assim, a hierarquia das moedas, tema bem desenvolvido em Prates (2005), está no fato de que algumas moedas conseguem desempenhar certas funções no mercado financeiro internacional, enquanto outras não. Existe estruturalmente uma preferência entre os agentes em depositar riqueza em moedas específicas. Quanto mais a moeda desempenha as suas funções básicas (sendo ela como riqueza de valor a mais complexa) mais conversível ela é, e no mercado financeiro internacional, as moedas conversíveis são aquelas dos países centrais, são as moedas fortes, tendo no topo da hierarquia o dólar – Tavares (1985) mostra como os Estados Unidos estabelece uma hegemonia monetária, na décadas de 1970-1980, mesmo após a decadência dos acordos de Breton Woods. Dito tudo isso, essa assimetria entre as moedas dita os fluxos de capital pois os detentores de capital internacionais irão alocar seus recursos de acordo com as remunerações de cada moeda e a segurança em depositar sua riqueza denominada em cada moeda – e na hierarquia, e sob momentos de incerteza principalmente, os agentes irão preferir ativos denominados em moedas fortes, em detrimento das fracas.

A moeda brasileira, assim, está inserida no mercado financeiro global e na sua hierarquia de moedas – evidentemente, como uma moeda não-conversível. O debate sobre a inconversibilidade do real sempre foi muito assíduo, colocado como central por diversos autores. Arida (2003) traz a questão como um fator negativo ao crescimento econômico e para a estabilidade de preços. No entanto, o autor não parte de uma visão de restrição externa para embasar seus pontos, mas coloca a inconversibilidade do real como consequência de leis cambiais atrasadas e que dificultam a entrada de capitais externos no país. Segundo Arida, o Brasil deveria aprofundar ainda mais a política do tripé macroeconômico, liberalizando o mercado de câmbio, pois daí o país conseguiria arbitrar juros externos e diminuir a taxa básica de juros brasileira – assim, o problema é apenas jurisdicional. Em contrapartida, Belluzzo e Carneiro (2003) argumentam que a conversibilidade jurídica não implicaria a conversibilidade do real na prática, pois o cenário externo é de uma hierarquia estrutural entre as moedas do globo, e as restrições externas não irão desaparecer. A moeda brasileira não iria, de repente, desempenhar a função de reserva de valor no mercado internacional apenas porque a lei cambial interna mudou.

Colada a essa questão, Carneiro (2008) traz a ideia do chamado “pecado original”, que consiste na busca dos países periféricos por financiamento externo: Os países de moedas inconversíveis, por não emitirem dívidas em suas moedas no mercado financeiro global, recorrem ao financiamento externo, emitindo dívida em dólar, por exemplo, ficando ainda mais vulneráveis a volatilidade da taxa de câmbio. Assim, caberia entender o porquê desses países “cometerem o pecado”, e Carneiro explicita como isso se dá muito mais por fatores exógenos do que endógenos, pois os agentes preferem transferir seus recursos financeiros para países centrais para reduzir custos e risco, muito porque seus mercados financeiros são profundos - investidores conseguem diversificar seus portfólios, ao contrário do que acontece em países periféricos cujos mercados financeiros são pouco desenvolvidos. A restrição externa, o motivo assim para se cometer o pecado original, é estrutural e explica a fragilidade das moedas periféricas, que não desempenham papel de reserva de valor, fazendo com que os países não consigam emitir títulos de longo prazo em moeda doméstico no mercado internacional.

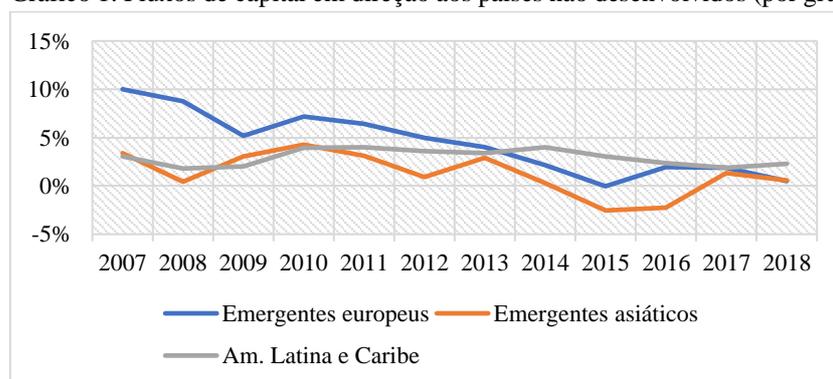


Outros temas auxiliares a essas discussões são discutidos na pesquisa como a reversão dos fluxos de capitais (ver Alencar e Strachman, 2016), que mostram as expectativas dos agentes frente aos riscos dos ativos nos diversos países – momentos de crise são momentos de reversão dos fluxos, que saem dos periféricos e voltam para os países centrais, causando danos aos primeiros – e a defesa do controle de capitais, que seria algo necessário para o Brasil combater a volatilidade da taxa de câmbio e dar mais autonomia ao Banco Central, que passaria a se preocupar menos com a mobilidade de capitais, focando na estabilidade de preços e com os níveis de emprego e renda (Oreiro, 2004).

## O cenário internacional

A contextualização do cenário global é crucial para depois analisarmos os dados do balanço de pagamentos brasileiro. Foi observado que, para o período proposto, houve uma queda da liquidez global, depois de um período (após a crise de 2008) de altos índices de liquidez. Esse fato é evidenciado com a queda dos fluxos de capitais se direcionando aos países periféricos, com uma leve retomada entre 2017 e 2018 (ver gráfico 1) e pela manutenção do volume de comércio em patamares não tão altos quando se comparado a momentos anteriores acompanhada da queda brusca nos preços das commodities, com uma tendência de retomada nos anos de 2017 e 2018 (ver gráfico 3).

Gráfico 1: Fluxos de capital em direção aos países não desenvolvidos (por grupo), em relação ao PIB\*, 2007-2018



Fonte: World Economic Outlook Database, Fundo Monetário Internacional (FMI), 2019. Elaboração Própria.

\* Em relação ao PIB de cada grupo de países, e não a um PIB do conjunto total de países não desenvolvidos.

Gráfico 3: Preço das commodities (2016 = 100.000), 2007-2018

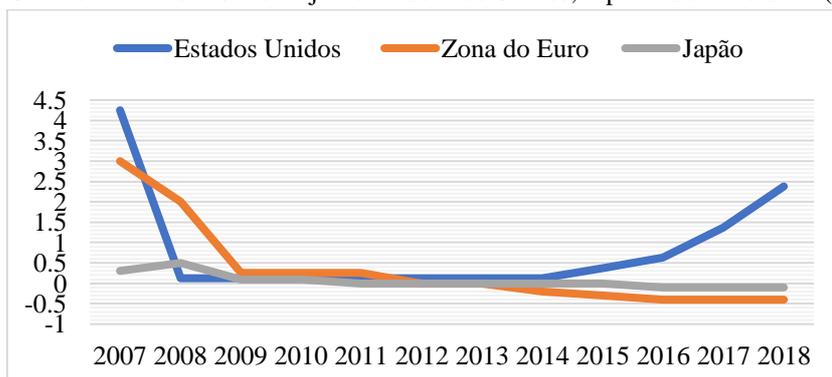


Fonte: World Outlook Database, FMI, 2020. Elaboração própria.



Outro fator importante é o de que as taxas de juros dos países centrais, principalmente dos Estados Unidos (gráfico 4), passaram a aumentar, interrompendo assim o ciclo de liquidez marcado por políticas monetárias expansionistas logo após a crise de 2008. Essa ação do Federal Reserve em aumentar a taxa de juros acaba prejudicando os países periféricos pois, como vimos, a moeda mais forte do sistema passa a remunerar mais, causando uma fuga para o dólar, retirando capital dos países não desenvolvidos.

Gráfico 4: Taxas básicas de juros de Estados Unidos, Japão e Zona do Euro (% a.a.), 2007-2018

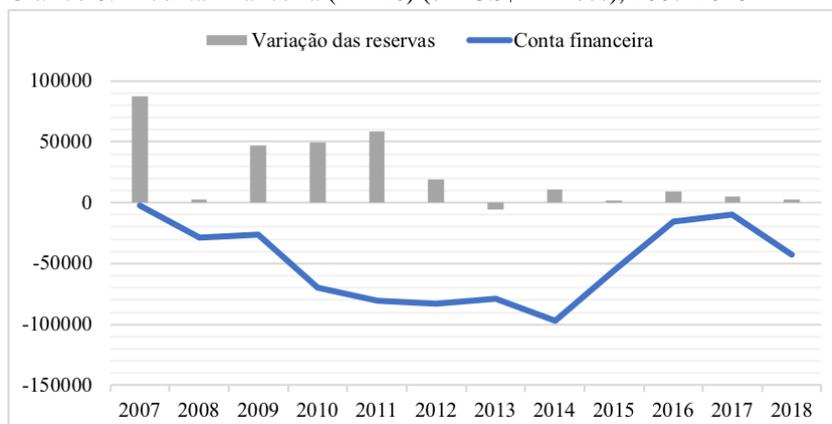


Fontes: International Finance Statistics (IFS), FMI; European Central Bank; Bank of Japan (2020). Elaboração própria.

## O Balanço de Pagamentos Brasileiro

Por fim, trataremos a discussão para os dados de balanço de pagamentos do Brasil. Ao longo do trabalho, podemos notar que a conta financeira, a partir de 2014, possui uma piora considerável, muito por conta do que foi discutido anteriormente – fatores externos acabam prejudicando o direcionamento de capital aos países periféricos. Vemos no gráfico 8 que, após um crescimento dos saldos de ingresso líquido de capitais ao país (quanto mais negativo, mais ingresso líquido) de 2015 a 2017 essa rubrica cai consideravelmente, se recuperando timidamente em 2018.

Gráfico 8: A conta financeira (BPM6) (em US\$ milhões), 2007-2018



Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais. Elaboração própria.



## Conclusões

A partir da literatura vasta abordada no presente trabalho, somada aos dados coletados em instituições internacionais (FMI, Banco Central Europeu, Banco Central Japonês, e outros) e no Banco Central do Brasil, consegue-se entender como um mercado financeiro internacional assimétrico – ditado pela hierarquia monetária – tende a prejudicar mais as economias periféricas, pois os investidores alocam seus portfólios de acordo com rendimentos financeiros e a segurança dos ativos, sob um cenário de constante incerteza. Para o período de 2014-2018, podemos ver que a decisão dos países centrais, mais especificamente dos Estados Unidos, em interromper o relaxamento de política monetária, acabou impactando no direcionamento dos fluxos de capitais aos emergentes. No Brasil, não foi diferente: após um momento de altíssima liquidez pós-crise de 2008 (com crescimento robusto no superávit na conta financeira), 2015 se mostrou um ano cuja captação líquida de capitais externos diminuiu consideravelmente, embora ainda suficiente para financiar o déficit em transações correntes. No triênio 2014-2016, o balanço de pagamentos brasileiro sofreu as consequências dessa reversão nos fluxos de capitais, com uma retomada de atração de capitais externos muito tímida em 2017 e 2018.

De fato, os pontos principais da inconversibilidade da moeda brasileira, da hierarquia monetária e dos impactos da reversão dos fluxos de capital nos países emergentes se refletem nos dados quando observamos a dinâmica dos fluxos de capital internacionais atrelados às decisões de política econômica do país emissor da moeda mais forte do sistema internacional, o dólar. Quando o FED aumenta sua taxa básica de juros, a “fuga para o dólar” acontece via reversão dos fluxos, e a insuficiência de divisas no Brasil, pela sua inconversibilidade em âmbito internacional, provoca efeitos no balanço de pagamentos brasileiro, diminuindo a captação líquida de investimentos estrangeiros.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMADO, A. M. **Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda**. Ensaio FEE, Porto Alegre, v. 21, n. 1, p. 44-81, 2000.
- ALENCAR, D.A.; STRACHMAN, E. **Investimento Direto Estrangeiro e balanço de pagamentos, no Brasil: 1994 e 2008**. Revista de Economia Mackenzie, São Paulo, v. 11, n. 3, p. 209-235, jul. 2016.
- ARIDA, P. **Por uma moeda plenamente conversível**. Revista de Economia Política, v. 23, n. 3 (91), p. 151-154, jul./set. 2003. São Paulo: Editora 34.
- BELLUZZO, L.G.; CARNEIRO, R. **O mito da conversibilidade**. Revista de Economia Política, v. 24, n. 2 (94), p.218-222, abr./jun. 2004. São Paulo: Editora 34.
- BIANCARELLI, A.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. In: CARNEIRO, R. (Org.); BALTAR, P. (Org.); SARTI, F. (Org.). **Para além da economia política**. São Paulo: Editora Unesp, 2018. Cap. 3, p. 91-125.
- OREIRO, J.L. **Autonomia de política econômica, fragilidade externa e equilíbrio do balanço de pagamentos. A teoria econômica dos controles de capitais**. Economia e Sociedade, Campinas, v.13, n. 2 (13), p. 1-22, jul./dez. 2004.
- PRATES, D.M. **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.
- TAVARES, M.C. **A retomada da hegemonia norte-americana**. Revista de Economia Política, [S.L.], v. 5, n. 2, p. 5-15, abr./jun. 1985.