

Os emergentes e a vulnerabilidade externa pós 2007^{*}

Augusto Pinho de Bem ^{**}

Mestre em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e Pesquisador do Núcleo de Política Econômica da Fundação de Economia e Estatística (FEE)

Resumo

Na primeira década deste novo século, as nações emergentes viveram um período de forte expansão do Produto Interno Bruto (PIB) e passaram a crescer mais e a corresponder à parcela maior desse produto que seus pares desenvolvidos. Concomitantemente, volumes expressivos de capitais externos fluíram para esses países, fato que se ampliou ainda mais após a crise de 2007. Porém, nos últimos dois anos, os prognósticos dados por instituições e por organismos internacionais dos países avançados preveem a retomada do crescimento nos Estados Unidos e no mundo desenvolvido, ao mesmo tempo em que crescem a vulnerabilidade externa e o risco de crise nos emergentes. Nesse sentido, um relatório do banco de investimentos Morgan Stanley cria o grupo dos cinco frágeis, conjunto de países do qual o Brasil faz parte e que corresponde aos mais suscetíveis a crises de curto e de médio prazos. Posteriormente, o Board of Governors of the Federal Reserve System (FED) endossa essa tese em seu relatório. Assim, o objetivo deste artigo é analisar dados e indicadores internacionais, a fim de verificar a existência de uma deterioração acentuada da vulnerabilidade externa dos países emergentes capaz de justificar a criação do grupo dos cinco frágeis e o pessimismo em relação ao seu futuro.

Palavras-chave: economia internacional; fragilidade externa.

Abstract

In the first decade of this new century, emerging nations experienced a period of strong Gross Domestic Product (GDP) growth, and began to grow more and have a larger share of this product than their developed peers. Meanwhile, significant amounts of foreign capital flowed into these countries, which extended even more after the crisis of 2007. However, in the last two years the prognosis given by international institutions and organizations of developed countries have forecast a resumption of growth in the US and in the developed world as well as an increase in the external vulnerability and a risk of crisis in the emerging countries. In this sense, a report by Morgan Stanley creates the fragile five, a group of countries of which Brazil makes part and

^{*} Artigo recebido em 28 jul. 2014.
Revisora de Língua Portuguesa: Elen Jane Medeiros Azambuja.

^{**} E-mail: augusto@fee.tche.br

which would be the most susceptible ones to short and mid-term crises. Later, the Board of Governors of the Federal Reserve System (FED) endorses this view in its report. Thus, the objective of this paper is to analyze international data and indicators to verify the existence of a sharp deterioration in the external vulnerability of emerging countries which is able to justify the creation of the group of the fragile five and the pessimism regarding their future.

Keywords: *international economy; external fragility.*

1 Introdução

Um dos processos econômicos de maior relevância vividos no século XXI foi o fato de os países em desenvolvimento crescerem mais que seus pares desenvolvidos. Hoje, eles já detêm uma parcela maior do Produto Interno Bruto (PIB) global do que o correspondente nos países avançados.

Como consequência disso, os países emergentes passaram a ter maior relevância política e econômica e, nesse contexto, os BRICS¹ se destacaram como possíveis economias que deterão a maior parcela do PIB global no futuro, devido ao tamanho de suas economias e à aceleração de seu crescimento. O novo século também apresentou fluxos de capitais² afluindo em intensidade cada vez maior para os emergentes, processo que se intensificou ainda mais após a estabilização da fase mais crítica da grande crise financeira de 2007, pois seu epicentro localizava-se nos países desenvolvidos.

No entanto, após o momento que ficou conhecido como o segundo *round* da crise financeira global³ e a recuperação do PIB norte-americano ao nível do pré-crise em 2011, as previsões de organismos e de

instituições internacionais — principalmente de países desenvolvidos — trouxeram otimismo para os países avançados e pessimismo para os emergentes, devido a um hipotético aumento na fragilidade externa que vivenciavam por causa de suas más escolhas políticas e de seu suposto ambiente macroeconômico e institucional desestruturado.⁴ Esses países sofreriam, ainda, com a vinda forte queda do crescimento chinês e, como receita para sanar sua fragilidade, foram propostas as já conhecidas reformas estruturais de cunho neoliberal.

Nesse contexto surgiu, a partir de relatório do banco de investimentos Morgan Stanley, posteriormente endossado em documento do Board of Governors of the Federal Reserve System (FED), o grupo dos cinco frágeis: Brasil, Turquia, Índia, África do Sul e Indonésia, países que estariam mais propensos a ataques especulativos e à instabilidade econômica, devido ao potencial de depreciação de suas moedas e ao seu problemático ambiente macroeconômico. O Morgan Stanley, então, recomendou fortemente a acumulação de posições em dólar contrárias às moedas desses países.

Assim, este artigo tem o objetivo de fazer uma análise comparativa para verificar se realmente há uma expressiva deterioração que justifique tamanho pessimismo para com os emergentes devido ao acréscimo em suas fragilidades. A tese defendida é a de que tais prognósticos são embasados em *rankings* de critérios pouco claros, que tornam a formação de

¹ Terminologia criada por relatório da Goldman Sachs para se referir ao grupo formado por Brasil, Rússia, Índia e China. Posteriormente, a África do Sul foi adicionada à sigla, sendo o S de BRICS. Esses são considerados por muitos como os países emergentes mais promissores para se alçarem a uma posição de maior destaque na economia e no espaço político global.

² Considerados tanto em fluxos especulativos quanto em Investimento Estrangeiro Direto (IED), que também inclui o capital especulativo mascarado do IED.

³ Embora a crise financeira de 2007 não se tenha encerrado até hoje, em 2010/2011 houve um momento conhecido como o segundo *round* da crise, no qual o principal evento foi a possibilidade de *default* de países da periferia europeia — mais notadamente dos PIGS — Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha (Spain, em inglês) —, que, com seus PIBs em queda, passaram a correr risco de tornarem-se insolventes, pondo em risco o euro e a estabilidade do sistema financeiro internacional.

⁴ Por outro lado, Amico (2014) apresenta detalhado trabalho sobre o “descolamento” do crescimento dos países emergentes em relação aos desenvolvidos, em que apresenta sólida argumentação de que esse “descolamento” não surgiu apenas de fatores automáticos do crescimento chinês, até porque esse país apresentou períodos de crescimento ainda mais elevados na década anterior, mas também de políticas econômicas alternativas às pregadas pelo *mainstream*, que fortaleceram o mercado interno das nações emergentes bem como a integração comercial entre elas, centrada na China como polo indutor de crescimento.

tal grupo subjetiva, baseada em uma visão ideológica, já que relatórios de instituições privadas e de organismos internacionais alimentam e endossam a vontade política de suas lideranças e servem de guia para decisões privadas de agentes que seguem as suas recomendações.

Este artigo é organizado da seguinte forma: primeiramente, analisar-se-á o conteúdo dos dois referidos relatórios, verificando-se os argumentos e a metodologia que utilizaram para embasar a criação do grupo dos cinco frágeis. Para contrapor essa visão, far-se-á uma análise dos indicadores de atividades econômicas de um grupo selecionado de países emergentes e de países desenvolvidos, a fim de comparar-se e situar-se a conjuntura econômica internacional, com base em tais dados. Na sequência, verificar-se-ão, nos países emergentes, as condições de solvência, ou seja, a capacidade de manterem uma rota de crescimento econômico com acumulação de passivos externos, o que pode vir a significar a necessidade de redução de seu crescimento econômico, devido à restrição externa e a condições de liquidez. Essas se referem à capacidade de uma nação de honrar seus compromissos de curto prazo e estão intimamente relacionadas à possibilidade de crises cambiais em casos de fuga de capitais.⁵ Por fim, conclui-se com algumas considerações finais.

2 Os cinco frágeis

Nesta seção, analisar-se-ão dois relatórios de conjuntura internacional — um deles publicado pelo Morgan Stanley (2013), e o outro, pelo FED (2014) —, os quais, em sua avaliação dos emergentes, destacam o acréscimo na fragilidade externa desses países. Nesses relatórios são apresentados, então, *rankings* de vulnerabilidade e, a partir deles, é criado o grupo dos cinco frágeis — nações cujas economias sofreriam maiores riscos devido às suas fragilidades estruturais.

Em agosto de 2013, o Morgan Stanley divulgou seu relatório de conjuntura internacional, cuja análise orienta seus clientes acerca das tendências do mercado financeiro. Tal documento foi o primeiro a cunhar o termo “os cinco frágeis”. Tais países, segundo a instituição, são aqueles que, em curto e em médio prazo, tenderiam a apresentar problemas de crescimento econômico e crises cambiais, devido à sua

fragilidade externa, relacionada com moedas sobrevalorizadas combinadas com altas taxas de inflação. Em linha com sua visão econômica ortodoxa, o Morgan Stanley afirma que os riscos seriam mais evidentes porque esses países tiveram um suporte mais agressivo de seus bancos centrais com vistas à manutenção do valor de suas moedas — quesito em que o Brasil é um dos mais atuantes. Sendo assim, recomendam fortemente a manutenção de posições em dólar contra tais moedas.

Para esse banco, os países emergentes não fizeram esforço para atrair capitais externos nos últimos 10 anos, já que a combinação de rendimentos atrativos, crescimento vigoroso e política monetária frouxa nos países desenvolvidos garantiu um fluxo monetário constante para os emergentes. Porém acredita que o processo está invertendo-se e que os países emergentes terão de trabalhar duro para atrair capital ou, pelo menos, para aplacar sua saída.⁶

Dentre os fatores que o Banco elenca como problemas que tornam ainda mais difícil a situação dos cinco frágeis, estão as elevadas taxas de inflação e a taxa de câmbio real efetiva (REER), que, por si sós, se apresentam como indicativos de vulnerabilidade e se agravam quando se levam em conta a necessidade de alguns por fluxos de renda fixa (*fixed income flows*) para fechamento do balanço de pagamentos e os riscos derivados da acomodação do crescimento dos emergentes, principalmente da China, cuja expansão foi, segundo o relatório, fator determinante para a bonança que os emergentes viveram na primeira década deste século.

O Morgan Stanley afirma que a maior preocupação para os países frágeis são seus déficits em transações correntes derivados da deterioração de suas condições de competitividade externa, causada por elevadas taxas de câmbio real e por inflação. Isso pode significar que a tendência de acumulação de reservas apresentada por tais países, verificada neste início de século, pode estar próxima de se reverter.

A normalização da política monetária do FED poderia ser outro risco para a manutenção do fluxo de capitais para os emergentes. A mera indicação de mudança na política monetária foi suficiente para grande volatilidade nas moedas desses países. Po-

⁵ Definições mais detalhadas acerca de tais indicadores encontram-se em Lara (2012).

⁶ Amico (2014) mostra a fragilidade da argumentação de que o crescimento do PIB e dos fluxos de capitais nos emergentes seriam meros subprodutos do sucesso econômico dos países de centro, ao desconsiderar as escolhas de política econômica alternativas por parte dos emergentes, que fortaleceram seus mercados internos, o que não pode ser entendido como fator incidental.

rém, quando houve diminuição da intensidade na compra mensal de títulos, que caiu de US\$ 85 bilhões para US\$ 45 bilhões entre janeiro e abril de 2014, a medida não trouxe crise cambial e fuga de capitais a nenhum dos cinco frágeis. Como a recuperação da economia dos Estados Unidos (EUA) segue abaixo do esperado, o fim do *quantitative easing* e o aumento das taxas de juros foram novamente adiados.

Segundo o relatório, os países emergentes já estariam sofrendo um maior trabalho para atrair fluxos de moedas estrangeiras após o anúncio do FED. Porém os fluxos de capitais não se interromperam para a periferia, embora diversos países já tenham aumentado suas taxas de juros. O aumento no rendimento esperado de títulos do tesouro norte-americano seria mais um motivo para que os capitais voltassem a migrar dos países emergentes para os EUA. Até o momento, isso ainda não ocorreu, e o fluxo de investimento externo direto se mantém para os países emergentes, embora em níveis inferiores aos de 2009-11.

O relatório se propõe a elaborar um *ranking* de vulnerabilidade das moedas dos países emergentes. Como fatores determinantes do nível de fragilidade que renderam pontuação para a formação desse *ranking*, foram utilizadas as seguintes variáveis: inflação, taxa de câmbio real efetiva, exposição da pauta de exportações ao preço dos metais — uma *proxy* para os riscos da desaceleração chinesa —, necessidade de fluxos de renda fixa para fechamento de balanço de pagamentos, saldo em transações correntes e índice de vulnerabilidade externa global (*extern coverage ratio*). Esses dados foram normalizados, em termos de “tabela Z”, com os valores dos países da amostra, e foi elaborada uma média geral para, então, ranqueá-los.

A metodologia completa e os pesos de cada índice não são expressamente divulgados no relatório, embora sejam dadas algumas pistas. O Banco afirma que, para prevenir um viés excessivo para a vulnerabilidade externa, atribuiu metade do peso para o saldo em transações correntes e para o índice global de vulnerabilidade externa, e que a outra metade foi atribuída ao restante das variáveis. Segundo o Morgan Stanley, há um nível de sobreposição entre as diversas variáveis utilizadas, porém cada variável é importante *per se* e merece ser destacada em separado (Tabela 1).

Para o Morgan Stanley, dentre os países emergentes analisados, aqueles que apresentam moedas vulneráveis são o Chile, a Turquia, a Indonésia, o

Peru, o Brasil, a África do Sul e a Índia — três dos cinco países dos BRICS.

Porém o critério objetivo de pontuação no *ranking* não foi utilizado para o embasamento dessa opinião. O México, embora tenha ficado em sexto no *ranking*, não tem uma moeda considerada frágil por dois motivos: o primeiro é que grande parte de seu indicador de vulnerabilidade é centrado na necessidade de fluxos de renda fixa para o balanço de pagamentos; o segundo é que o Banco acredita que o México teria uma melhor capacidade hipotética de atrair capitais que outros países semelhantes, dado que “[...] já teria iniciado as reformas estruturais necessárias” (Morgan Stanley, 2013, p. 16, tradução nossa). Sendo assim, o Banco afirma estar menos preocupado com a situação econômica do México, pois o país

[...] está procurando dar respostas à fraqueza de sua moeda, acelerando reformas em certas áreas, bem como relaxando restrições em certas formas de fluxos de capital, o que se mostra encorajador. Porém mais deve ser feito para promover o ambiente de investimento produtivo e a habilidade da economia de atrair capitais de longo prazo (Morgan Stanley, 2013, p. 16, tradução nossa).

Assim, o Banco acredita que a moeda mexicana terá comportamento melhor que o da média, o que justifica sua recomendação para compras de títulos desse país.

As moedas do Chile e do Peru ficaram em primeiro e em terceiro lugares no *ranking* de vulnerabilidade. Porém, segundo o Morgan Stanley, esses países certamente correm algum risco. No entanto, como esse *ranking* é centrado principalmente na exposição da pauta exportadora de cada país aos preços das *commodities* e, conseqüentemente, no crescimento chinês, o Banco acredita que tais países podem ter tido seu *score* sobreavaliado.⁷

Nos demais emergentes com moeda vulnerável, o Banco enxerga progressos limitados quanto à implementação das “reformas necessárias” no Brasil, na Indonésia, na Turquia e na África do Sul. Apenas a Índia, dentre os cinco frágeis, não inspiraria tamanha preocupação.

O Morgan Stanley acredita que o custo e a disponibilidade de financiamento externo para os mercados emergentes se tornarão proibitivos e que os países com maiores necessidades de financiamento externo sofrerão maior pressão para desvalorização

⁷ Cabe destacar-se que esses estão entre os poucos países da América Latina com políticas econômicas conservadoras.

de suas moedas, o que está proximamente relacionado com o tamanho do déficit de transações correntes.⁸

Em seu índice de vulnerabilidade, o Morgan Stanley calculou a necessidade total de financiamento externo para o déficit em transações correntes, somando o resultado de tal conta, da dívida externa de curto prazo e das amortizações da dívida externa de médio prazo para os próximos 12 meses. Além disso, comparou essas obrigações com o estoque de reservas do Banco Central, para avaliar se as autoridades monetárias iriam permitir ajustes de moedas para prevenir perdas de reservas estrangeiras, o que indica o índice de *external coverage*. Nesse quesito, afirma estarem particularmente mal a Turquia e a África do Sul, com a Indonésia não tão distante.

Como bom ortodoxo, a maior preocupação do Morgan Stanley são as elevadas taxas de inflação, de 5% a 8% a.a.⁹ Os cinco frágeis, além da Rússia¹⁰, têm inflações nessa faixa, combinadas com elevada REER¹¹ e déficits em transações correntes. Segundo o Banco, na atual conjuntura de retração da demanda global, a taxa de câmbio torna-se ainda mais crucial para a manutenção da competitividade. Sendo assim, sem ajustes no câmbio nominal, os países com inflação mais elevada estarão com moedas apreciadas em termos reais, pondo em risco seu crescimento econômico e tendendo à deterioração de suas balanços comerciais e de suas transações correntes.

O Banco acredita que, para manter sua competitividade, os países com as maiores taxas de inflação

terão de depreciar fortemente suas moedas, para que seu câmbio nominal desvalorize mais rápido que o de seus competidores. Com exceção da Rússia, os demais países de “alta inflação” também apresentam problemas relacionados ao saldo de transações correntes, e a crescente REER dessas nações amplia os riscos de deterioração. Colômbia, Peru e Chile também apresentam declínio em suas transações correntes, mas têm menores riscos, devido a taxas menores de inflação.

Quanto ao índice de exportação líquida de metais/PIB, a exposição da pauta à exportação líquida de metais serve como *proxy* para medir os efeitos de uma derrocada do crescimento do PIB chinês sobre o dos demais emergentes. O Morgan Stanley verifica risco elevado para as moedas do Chile, do Peru e da África do Sul. O Brasil seria o quarto, mas tem riscos significativamente menores.

Uma observação pertinente sobre esse índice da Morgan Stanley é que ele não é um índice de vendas diretas para a China; ele apenas toma por base a pauta de exportações de cada país comparada com a pauta de importações chinesas, como forma de estimar a sensibilidade a uma queda nos preços de suas exportações e a uma derrocada da economia chinesa. Os países com risco mais direto são os que têm exportações de *commodities* com preços em queda ou com expectativa de diminuição. Metais apresentam um risco particular, dada a diminuição do investimento interno chinês. Aqueles países no qual a pauta exportadora para a China se concentra em máquinas e em produtos brutos se mostram mais suscetíveis a riscos que aqueles que exportam serviços e material de consumo. Dentre eles, encontram-se a Coreia do Sul e Taiwan, o que pode ter sobrevalorizado os seus índices de vulnerabilidade.

Os Bancos Centrais que se anteciparam a utilizar a ferramenta da taxa de juros (como o da Turquia, em 2012) estariam, para o Morgan Stanley, mais prontamente hábeis para controlar a moeda em face das pressões vindouras. Porém acredita que, com o crescimento econômico já deprimido, a subida das taxas poderia trazer o risco de uma nova derrocada e também de reversão de fluxo de capitais. Com a política monetária dos países desenvolvidos indicando mais restrição e com os aparentes problemas sistêmicos de médio prazo nos balanços de pagamentos dos emergentes, a taxa de juros será menos efetiva em manter a estabilidade cambial, particularmente com os problemas de crescimento dos países já apontados.

⁸ Esse tipo de argumento corrobora a importância da criação de organismos como o banco dos BRICS, pois diminui a dependência de países emergentes de instituições comprometidas com os interesses dos desenvolvidos, o que reduziria o poder de pressão por reformas dado por esses aos emergentes como condição para a liberação de recursos.

⁹ Debate-se, hoje, se as metas de inflação muito baixas (de 2%) nos países desenvolvidos não estariam colaborando para o ambiente de quase deflação vivido em grande parte desses países, o que leva muitos a aventarem a necessidade de ampliação das metas, para estimular o aumento da inflação nesses países.

¹⁰ A Rússia também tem inflação nessa faixa, porém o Banco considera sua situação menos preocupante, devido aos elevados superávits em transações correntes abastecidos pela exportação de recursos energéticos. No entanto, sua elevada REER torna-se um risco potencial para sua economia, principalmente para o setor exportador não primário, e por suas altas taxas de inflação.

¹¹ O Morgan Stanley apresenta seus cálculos para as REERs, sendo Brasil, Rússia e Indonésia os países de valores mais elevados. China, Cingapura, Colômbia e Tailândia também têm REERs elevadas, mas, como têm inflação abaixo da média, em tese, teriam menores riscos de ajustes abruptos.

Nem um pouco surpreendente é a receita dada pelo Morgan Stanley como forma sustentável de manter e/ou aumentar os fluxos de capitais para os países emergentes: o governo deve engajar-se em reformas estruturais, incentivando a competitividade e aumentando o crescimento potencial. Para o Banco, devido à facilidade com que os emergentes atraíram capital nos últimos anos, essas medidas foram postas de lado. Agora, devido à maior dificuldade de atrair capitais, a sua adoção se mostra ainda mais fundamental. Além disso, o Banco afirma que países que se engajarem em pôr essas medidas em prática verão um comportamento de suas moedas e de seus ativos em geral acima da média.

Por fim, o relatório lembra que, em 2014, haverá eleições presidenciais nos cinco frágeis e que, dependendo dos resultados, aumentarão os riscos de que as reformas pregadas sejam deixadas de lado e que diminuam as chances de as moedas desses países apresentarem um comportamento benigno ao ambiente macroeconômico.

Claramente, o Banco toma partido em relação às decisões adotadas pelos países emergentes. Ao criticar, no relatório, as políticas implantadas e ao lembrar do calendário eleitoral, traz o entendimento para o seu leitor — investidores e partes interessadas nos assuntos do Banco — de que, para melhorar a avaliação que faz dos países, esses devem trocar suas políticas e seus políticos. Aqueles países que atuam de acordo com seus preceitos são retirados da lista de mais frágeis, mesmo que os resultados de seus escores os classifiquem como tal. Dessa forma, somente os candidatos que seguem as suas regras, de acordo com o receituário liberal, serão capazes de tornar o país não vulnerável à vista do Banco e dos agentes financeiros que atuam de forma racional.¹²

No mesmo sentido, o FED, em seu relatório anual **Monetary Policy Report**, de fevereiro de 2014, traz um *box* analisando a questão da fragilidade dos emergentes, com resultados que, novamente, apontaram os grandes riscos vivenciados pelos cinco frágeis. Tal relatório utiliza metodologia e argumentos semelhantes àqueles utilizados pelo Morgan Stanley para justificar a inclusão do Brasil, da Turquia, da Índia, da África do Sul e da Indonésia no grupo dos frágeis. Assim, uma análise de uma instituição independente e respeitável, que, em tese, é mais isenta,

corroborou a visão privada do mercado financeiro, sintetizada pelo relatório do Morgan Stanley.

O aumento na intensidade da recuperação da economia norte-americana e a retirada do *quantitative easing* (QE) também são vistas pelo Morgan Stanley com potencial para desestabilizar as economias dos países emergentes, principalmente pela possibilidade de trazerem desvalorizações cambiais abruptas, quebrando uma tendência de estabilidade/apreciação verificada nos últimos anos. Se somente esse movimento de diminuição da intensidade da compra de ativos por parte do FED já foi suficiente para uma onda de desvalorizações, o fim do QE poderia ter efeitos ainda mais nocivos. Porém não ocorreram variações drásticas no câmbio com a redução das compras mensais de títulos pelo FED, e, dado que, em 2014, o comportamento da economia dos EUA ficou novamente aquém do esperado, foram postergados o fim do QE e do aumento dos juros básicos norte-americanos.¹³

O relatório afirma que há uma maior incidência de apostas contrárias às moedas dos países frágeis — que já haviam sido incentivadas anteriormente no relatório do Morgan Stanley —, o que foi uma resposta racional dos agentes, ao verificarem os diversos problemas e riscos relacionados às economias desses países.

O FED, então, criou um índice de vulnerabilidade, baseado em seis indicadores: (1) a relação entre as transações correntes e o PIB; (2) a relação entre a dívida bruta e o PIB; (3) a média anual de inflação nos últimos três anos; (4) as mudanças na relação entre o crédito bancário para o setor privado como proporção do PIB; (5) a relação entre a dívida externa total e as exportações anualizadas; e (6) a relação entre as reservas e o PIB. Não são apresentadas outras informações sobre a metodologia utilizada ou sobre o peso de cada uma dessas variáveis para o índice global.

¹² Novamente, cita-se Amico (2014), que desmistifica a visão de que foi o ambiente externo benigno que favoreceu a expansão dos emergentes, apesar de suas escolhas políticas erradas, pois tais erros na condução da política foram fundamentais para o sucesso obtido por tais países.

¹³ Em relação a isso, Jannet Yallen, Presidente do FED, sinalizou que os juros não aumentariam enquanto o desemprego não alcançasse a faixa esperada de 5% a 5,5%. A taxa reduziu-se nos últimos meses e chegou a 6,1% em julho, a mínima desde 2007. Porém, como visto em Bem (2014), esse é um dado que encobre a real fragilidade do mercado de trabalho norte-americano, que, dentre outros fatores, apresenta uma diminuição recorde da População em Idade Ativa que integra a força de trabalho — chegando a 63%, valor não mais visto desde os anos 70 —, além de um crescimento no número de empregos precários. Um aumento na taxa de juros pode ter um efeito recessivo nocivo que incide mais fortemente sobre as populações de mais baixa renda. Essas se encontram em uma situação pior que no período pré-crise, fato subestimado pelas autoridades norte-americanas.

O FED apresenta, então, um gráfico em que classifica os 14 países analisados na ordem de seu índice de vulnerabilidade. Ao compará-los pela variação recente da taxa de câmbio, o resultado mostra que os cinco frágeis estão entre os países que apresentaram maior desvalorização cambial — apenas o Chile aparece na frente da Índia, sexta colocada.¹⁴ Dessa forma, os países que apresentaram maior vulnerabilidade no índice também apresentaram depreciação cambial severa em relação aos emergentes. Para o FED, essa é uma evidência consistente com a visão de que a vulnerabilidade externa de tais eco-

nomias reflete um comportamento racional por parte dos agentes que culminou na desvalorização cambial de suas moedas. Porém, como poucas informações são dadas a respeito do índice — que, coincidentemente, apresenta, em ordem, a Turquia, o Brasil, a Indonésia, a Índia e a África do Sul —, fica a impressão de uma “conta de chegada”, de forma a corroborar resultados anteriormente apresentados pelo Morgan Stanley, que representam os interesses do setor financeiro (que, por sinal, tem cadeiras no Federal Open Market Committee (FOMC), o comitê decisório do FED).

Tabela 1

Índice de vulnerabilidade Morgan Stanley de países selecionados

PAÍSES	ÍNDICE DE PREÇOS AO CONSUMIDOR	REER	ÍNDICE DE EXPOSIÇÃO AO PREÇO DOS METAIS	TRANSAÇÕES CORRENTES	FLUXOS DE RENDA FIXA	ÍNDICE DE COBERTURA EXTERNA	MÉDIA	RECOMENDAÇÃO
Chile	-0,33	0,13	3,31	0,94	0,31	0,50	0,69	Neutra
Turquia	1,44	-0,32	-0,59	1,34	0,70	1,06	0,40	Negativa
Peru	-0,69	0,65	1,65	0,65	-	-0,63	0,34	Neutra
Indonésia	0,97	0,54	-0,03	0,41	-0,20	0,66	0,30	Negativa
Brasil	1,15	0,65	0,09	0,64	-0,70	-0,05	0,25	Negativa
México	0,02	-0,71	-0,27	0,13	1,95	0,64	0,23	Positiva
África do Sul	1,03	-2,41	0,52	1,15	0,78	0,92	0,16	Negativa
Índia	1,97	-0,31	-0,26	0,78	-1,17	0,52	0,15	Neutra
Colômbia	-0,39	1,21	-0,27	0,50	-0,50	0,28	0,07	Neutra
Tailândia	-0,21	1,20	-0,59	-0,27	-0,04	-0,26	0,01	Negativa
Polônia	-1,16	-0,61	-0,23	0,50	1,62	0,57	-0,01	Neutra
República Tcheca	-1,22	0,28	-0,46	0,15	0,83	0,69	-0,02	Negativa
Rússia	0,97	1,59	-0,07	-0,78	-1,06	-2,57	-0,04	Neutra
Hungria	-0,1	-0,47	-0,36	-0,90	-0,50	0,59	-0,26	Negativa
Israel	-0,92	0,76	-0,26	-0,50	-1,28	0,06	-0,32	Neutra
Malásia	-0,75	0,13	-0,55	-1,46	-	-0,64	-0,44	Negativa
Coreia do Sul	-0,63	-1,32	-0,84	-1,15	0,43	-0,13	-0,50	Neutra
Cingapura	-2,22	-0,31	-0,25	-0,20	-	-	-0,56	-
Taiwan	-1,16	-0,8	-0,80	-2,32	-1,16	-2,22	-1,03	-

FONTE: MORGAN STANLEY (2013).

3 Análise dos indicadores internacionais

Nesta seção, far-se-á uma análise comparativa de indicadores, a fim de se buscarem evidências de expressiva deterioração nos países emergentes que justifiquem os “temores” para com os cinco frágeis

verificados na seção anterior. O período analisado compreende o posterior à crise de 2007, da qual a economia mundial ainda sente os efeitos. Isso faz com que diversos economistas classifiquem o período atual como a Grande Recessão, já que nem mesmo políticas de salvamento, sem precedentes, de Bancos Centrais e de governos ao redor do globo tem sido suficientes para que o mundo — principalmente o desenvolvido — volte a crescer nos níveis do início deste século.

Como amostra, utilizar-se-ão os BRICS, representando o lado da economia mais “pujante” dos países emergentes, e os cinco frágeis, que são, para alguns analistas, países com relevante acréscimo de

¹⁴ Em ordem de desvalorização, encontram-se a Indonésia, a Turquia, a África do Sul, o Brasil, o Chile e a Índia. Como se vê, o Chile é o único a ficar na frente de um dos cinco frágeis no *ranking*. Esse país latino é o oitavo colocado no índice do FED e não é listado no grupo dos frágeis.

fragilidade e simbolizam a mudança de humor de grande parte dos analistas para com os emergentes. Como já dito acima, do primeiro grupo, três, hoje, estariam entre os vulneráveis. Também se verificarão, nesses primeiros indicadores, dados de países avançados, representados na figura do G7, grupo das sete economias mais poderosas, bem como de países da periferia europeia, os denominados PIGS, os quais foram os mais afetados durante o segundo *round* da crise, que teve seu epicentro na periferia da Zona do Euro. Esses países, no entanto, seguiram recomendações ortodoxas quanto ao manejo de sua política econômica, o que os poupa de maiores preocupações com sua situação. Assim, utilizou-se o G7 como contraponto com a situação dos cinco frágeis.

Primeiramente, veja-se o comportamento do PIB a preços constantes. Quando se olham os dados, a grande preocupação apresentada pelo Morgan Stanley quanto ao potencial dos emergentes de alcançarem “um mínimo crescimento decente” mostra-se fora de contexto. Desde os primeiros anos deste século, os países subdesenvolvidos têm crescido mais que suas contrapartes avançadas e ampliado a sua parcela no PIB global, contando, atualmente, com uma parcela maior que a de seus pares desenvolvidos. No período pós crise de 2007, mantém-se este padrão: os BRICS apresentam uma média de crescimento de mais de 4% ao ano, muito influenciados pelo desempenho da China e da Índia, que detêm índices maiores que o dobro daqueles do Brasil, terceiro colocado nesse quesito. Quando se consideram os cinco frágeis, a Indonésia também apresentou taxas de crescimento elevadas, e a Turquia, nos últimos três anos, obteve uma grande recuperação de seu PIB, que havia sofrido queda acentuada em 2009. A Rússia, com o menor crescimento dentre os países em desenvolvimento nesse quesito, apresentou média de 1,53% a.a. durante os últimos sete anos. Assim, mesmo com a desaceleração do crescimento nos últimos anos, os emergentes estão crescendo mais que os desenvolvidos.

Já o desempenho dos países avançados foi mais negativo. A média de crescimento dos cinco frágeis foi quase 28 vezes maior que a apresentada pelo G7. A Rússia, país analisado que apresentou o menor índice entre os emergentes, apresentou números quase 25% superiores aos do Canadá, país desenvolvido com melhor desempenho no período. A média do índice dos PIGS foi de queda de 2,74% a.a., com destaque negativo da Grécia, que perdeu cerca de 25% de seu PIB. No G7, a média de crescimento no período foi de 0,2%. Somente o Canadá

apresentou uma média de crescimento maior que 1% ao ano.

A economia global passa por momentos delicados desde a crise de 2007. Como visto acima, os emergentes se saíram muito melhor que os países desenvolvidos no quesito crescimento do PIB, no período da Grande Recessão. A recuperação da economia norte-americana, muito alardeada por analistas como sinal da retomada do velho padrão de crescimento econômico do pré-crise, é tímida, e o País avançou somente cerca de 6% desde 2007. Porém, ainda assim, as economias do G7 apresentam claros sinais de recuperação. A análise do Morgan Stanley vislumbrava, no final de 2013, que o mundo desenvolvido já estava experimentando uma recuperação consistente, quadro que não se confirmou (Tabelas 2, 3 e 4), e a robusta recuperação foi adiada a cada novo relatório de conjuntura de instituições internacionais, como os do **World Economic Outlook**, do Fundo Monetário Internacional (FMI).¹⁵

Primeiramente, veja-se a evolução do endividamento governamental bruto. A maioria dos países analisados dobrou seu crescimento em sete anos. Porém, dentre eles, o Brasil apresentou um dos menores crescimentos, ao lado da Turquia e da Indonésia. Dentre os BRICS, foi o que apresentou o menor crescimento — quesito no qual a Rússia mostrou, de longe, o melhor desempenho. Um dado interessante nesse sentido é que a média de crescimento dos BRICS, de 244,2%, ficou bastante acima dos 199,2% apresentados pelos cinco frágeis. Sendo assim, o crescimento dos gastos do governo não é descontrolado nos “cinco frágeis”, como muitas vezes é insinuado.

Quando se observam os dados do G7, tem-se o subgrupo com menor crescimento dentre os analisados, cabendo ao Japão ser o país com o menor resultado da amostra. EUA¹⁶ e Reino Unido apresentaram os maiores aumentos. Alemanha e Itália apresentaram os menores valores, em linha com a austeridade na condução de suas políticas econômicas (Tabela

¹⁵ A rotina dos relatórios do FMI não foi diferente em 2014: mais uma vez, iniciaram o ano com previsões otimistas quanto ao crescimento do PIB global, e, a cada atualização desses relatórios, o otimismo foi sendo contido, e os números de crescimento, revisados para baixo (Ver IMF, 2014).

¹⁶ Dado o papel do dólar como moeda de reserva internacional, os EUA não sofrem nenhum tipo de restrição externa, visto que seu passivo externo é denominado na sua própria moeda, tornando praticamente irrelevante, no médio prazo, a discussão sobre a sustentabilidade de seu endividamento governamental (Serrano, 2002).

5). A média do crescimento do endividamento no G7 foi cerca de 20% menor do que a dos cinco frágeis.

No quesito endividamento, o subgrupo de maior aceleração de crescimento foram os PIGS, com aumentos expressivos na Espanha e na Irlanda. A Grécia, país que não teve como honrar seus compromissos e que passou por uma reestruturação de sua dívida, apresentou o menor índice de crescimento. No ápice da crise de 2007, chegou a se cogitar a possibilidade de a Grécia deixar o sistema monetário europeu, juntamente com outros países da periferia europeia. Com a relativa estabilização da situação europeia — manutenção de padrão recessivo no PIB e no emprego —, esses países saíram da mira dos mercados financeiros internacionais, que passaram a focar os emergentes como candidatos a crises futuras, até porque os PIGS seguem um receituário conservador de austeridade prescrito pelos mercados.

Um indicador de endividamento público que teve destaque no debate econômico recente foi a relação dívida governamental/PIB. Destaca-se o trabalho de Reinhart e Rogoff (2010), que apresenta a hipótese de que há um limiar de 90% para essa relação, que, quando ultrapassado, prejudica o crescimento econômico das nações. Esse tipo de análise serviu como fundamento teórico para considerar positiva, para o crescimento econômico, a austeridade fiscal advogada pela ortodoxia econômica.¹⁷

Essa visão tem problemas lógicos e, como demonstram Herndon, Ash e Pollin (2013), que refizeram a análise dos dados, há erros cruciais que invalidam o resultado final do trabalho de Reinhart e Rogoff. No entanto, a crítica não veio apenas de economistas heterodoxos: alguns economistas do FMI (Pescatore; Sandri; Simon, 2014) verificaram a existência de limiares a partir da testagem de diversos valores e não obtiveram resultados significativos. Porém afirmam que há indicativos de uma correlação positiva entre crescimento econômico e redução na relação endividamento/PIB. Assim, entra em jogo o problema lógico fundamental de tal indicador, que é o efeito da causalidade, já que, como o PIB (numerador) cresce mais que o endividamento (denominador), obviamente, a relação cai, e a diminuição de tal indicador, devido a uma trajetória positiva de crescimento do PIB, se torna quase tautológica.

No entanto, mesmo com a fragilidade desse índice como indicador de endividamento público, analisar-se-á seu comportamento, para se verificar se corrobora a visão do incremento da vulnerabilidade analisada no texto.

Para a análise da relação dívida líquida/PIB, tem-se dados disponíveis apenas do Brasil, da África do Sul e da Turquia, dentre os sete emergentes estudados (Tabela 6). Dentre esses três, apenas a África do Sul apresentou tendência de alta: aumentou 61,80%, chegando a 38,67% do PIB. Porém tal resultado é o quarto melhor de toda a amostra, quando também são considerados os países desenvolvidos, e a evolução do indicador não destoia do verificado internacionalmente. Quanto aos países desenvolvidos, todos tiveram aumentos nesse índice (Tabela 7). É verdade que diversos países tiveram seu denominador reduzido por conta da retração do PIB que sofreram. O Canadá, por exemplo, exibiu o menor índice entre os desenvolvidos. À exceção desse e da Alemanha, todos os demais desenvolvidos apresentaram, nessa relação, no mínimo o dobro do verificado no país africano.

Contudo, a análise desse indicador quanto à dívida líquida tem sido posta em descrédito por analistas ortodoxos durante os últimos anos. Esses desconfiavam da verdadeira liquidez das emissões de empréstimos dos governos dos países emergentes. No Brasil, a crítica se concentrou nos empréstimos diretos do Tesouro Nacional para estatais, principalmente para os bancos públicos Caixa Econômica Federal (CEF) e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).¹⁸ Para esses críticos, o indicador de endividamento público relevante é a relação dívida bruta/PIB. Porém, de maneira geral, a evolução desse indicador também não foi negativa nos emergentes. Assim, a irresponsabilidade fiscal expressa em tal índice não se verificou.

Na análise desse índice, três dentre os cinco frágeis (Índia, Indonésia e Turquia) apresentaram redução no indicador. O Brasil registrou o maior per-

¹⁷ Na Zona do Euro, a austeridade foi formalizada no Growth and Stability Pact, sancionado por seus países-membros. Através desse pacto, esses países concordaram em reduzir a relação dívida governamental bruta/PIB para 60% e o déficit governamental para 3% do PIB.

¹⁸ Segundo Marques Júnior (2013), o Governo brasileiro adota medidas para mascarar a real situação das contas públicas, e a dívida líquida torna-se cada vez menos relevante como indicador de sustentabilidade da política fiscal brasileira. Assim, esse autor sugere analisar-se a variável dívida bruta. Dentre as “maquiagens”, está o fato de o Brasil considerar o Banco Central parte do setor público não financeiro e achar normal o fato de o Tesouro Nacional ter-se tornado o maior banco da economia, ao realizar empréstimos diretos para empresas estatais, principalmente para o BNDES e para a CEF. Os empréstimos para essas duas instituições saltaram de 1% para 9% do PIB, o que colaborou para uma expressiva diminuição no indicador de dívida líquida, enquanto a dívida bruta, por outro lado, aumentou.

centual dentre os emergentes, mas teve um aumento de apenas 1,15% no período. Somente a África do Sul evidenciou um crescimento mais substancial, que subiu de 28,33% para 45,23%. China e Rússia apresentaram pequeno crescimento e se situam em um patamar muito baixo de endividamento. Tal indicador não forneceu subsídios para a visão do aumento na fragilidade externa dos emergentes.

Quanto aos países desenvolvidos, todos os integrantes da amostra revelaram elevação no indicador, alguns dos quais com uma trajetória de crescimento muito acelerada, em linha com a forte contração que sofreram no PIB. A austera Alemanha mostrou o menor percentual (78,06%), o qual, ainda assim, foi bastante superior àquele da maioria dos emergentes analisados. Conclui-se que tal indicador apresentou piora em seu comportamento nos desenvolvidos como um todo, e que, na amostra dos emergentes, se comportou de modo inverso.

No entanto, a questão do endividamento público interno como indicador de fragilidade externa é bastante questionável. Qual a diferença, em termos de vulnerabilidade, para um país, quando sua relação dívida interna/PIB passa de 50% para 50,1%? Como ressalta muito pertinentemente Serrano (2001, p. 155),

[...] ao contrário do orçamento de uma dona de casa, o governo do País não tem, a rigor, como quebrar, pois emite a dívida pública interna denominada em sua própria moeda; logo o seu risco de inadimplência é evidentemente zero".

Sendo assim, objetivamente, o governo nunca fica numa situação de não ter dinheiro para pagar sua dívida interna. Logo, esse tipo de endividamento não demonstra, de fato, nada quanto à questão de vulnerabilidade de uma economia. Fundamental para a questão da vulnerabilidade externa dos países é o comportamento do componente externo de seu passivo.

A análise das exportações e das importações é um aspecto fundamental na questão da fragilidade externa. O crescimento das vendas ao estrangeiro, além do estímulo ao PIB, traz as divisas necessárias para que as nações honrem seus passivos externos. O aumento das importações automaticamente amplia as necessidades de divisas para um Estado honrar seus compromissos, porém o crescimento de compras do estrangeiro significa aumento de consumo de sua população e/ou aceleração no investimento com importação de insumos e de equipamentos necessários para a produção industrial.

No período 2007-13, houve um expressivo crescimento nas exportações por parte tanto dos BRICS quanto dos cinco frágeis (Tabela 8). A Turquia, país com o menor crescimento dentre os cinco frágeis, ampliou em 41% suas vendas externas. A China, maior exportador mundial, aumentou em 81% suas vendas no período. A Índia apresentou o maior percentual de crescimento de exportações: 130%. Mesmo com perda de ímpeto em sua evolução a partir de 2013, as exportações de todos os países se encontram em níveis superiores aos de 2007. A África do Sul, emergente com pior desempenho em termos de evolução das exportações, só ficou atrás da Grécia e dos EUA, desenvolvidos que tiveram seus dados analisados (Tabela 9).

Já as importações cresceram em um ritmo mais acelerado que as vendas externas nos países emergentes, mas a Índia e a África do Sul foram as exceções. Tal comportamento pode ser considerado previsível quando se entende que esses países experimentaram um período de grande crescimento do PIB e que, devido à condição estrutural que a maioria dos emergentes carrega de que a elasticidade-renda das exportações é mais baixa que a das importações, o crescimento econômico pode deteriorar sua balança comercial. Tal comportamento ajuda a explicar a piora dos saldos nas transações correntes e nas condições de solvência da maior parte dos emergentes, como será visto adiante. Porém, como o fluxo de capitais — apesar do pessimismo alardeado nos relatórios analisados na seção anterior — não cessou para os emergentes, esses países não tiveram problemas para fechar seu saldo de balanço de pagamentos.¹⁹

Nos países desenvolvidos, os mais atingidos pelos efeitos da crise, o desempenho de tais variáveis foi assimétrico dentre as diversas nações analisadas. Os Estados Unidos apresentaram um crescimento das exportações duas vezes maior que o das importações. Isso colaborou para que seu PIB apresentasse uma recuperação mais vigorosa em relação ao dos outros desenvolvidos e ajudou na diminuição dos seus déficits de transações correntes (TC), que alcançavam valores muito elevados. Canadá, Alemanha e Japão — este último com forte aumento de importações e estagnação nas exportações —, prin-

¹⁹ Tal processo acaba por incorrer em riscos de médio prazo. Conforme pondera Lara (2012), a existência de capitais externos disponíveis para serem absorvidos pelos países em desenvolvimento não reduz a importância do crescimento das exportações. Na medida em que a absorção de capitais implica novos compromissos com remessas de rendas, é fundamental que haja, simultaneamente, um crescimento do valor das exportações, para dar conta desses compromissos.

principalmente, obtiveram crescimentos maiores das importações que das exportações. França e Itália apresentaram pequeno crescimento nas exportações, com o último apresentando redução nas importações, em linha com a recessão que vivenciava. Nos PIGS, todos os países apresentaram queda nas importações, e apenas a Irlanda reduziu as exportações, embora tenha sido o país com a maior redução nas compras externas. A Grécia apresentou o maior crescimento nas exportações dentre os desenvolvidos, o que nem de longe foi suficiente para acabar com a forte recessão e o desemprego que o país vive — o maior da região —, o que ilustra bem os limites do crescimento baseado em exportações.²⁰

Como visto anteriormente no relatório do Morgan Stanley, a problemática da questão do saldo em transações correntes é reduzida meramente a uma combinação de taxa de câmbio real efetiva adequada com inflação baixa, as quais, quando alinhadas de forma apropriada, incentivam a competitividade, o que leva a um aumento das exportações, induzindo a uma melhora no saldo. Tal visão, primeiramente, ignora o caráter político-estratégico da definição da taxa de câmbio: a China, por exemplo, utiliza controles cambiais que economistas do *mainstream* criticam há mais de uma década, sendo apontada como provocadora de desequilíbrios globais, devido à subvalorização do yuan.²¹ Porém, foi a partir de uma taxa de câmbio “desajustada” que o país se alçou à posição de potência global e, hoje, é o maior polo produtivo mundial. Mesmo assim, sua relação TC/PIB reduziu-se para cerca de um terço do verificado em 2007, com crescimento ininterrupto de suas exportações durante o período verificado. O Brasil, por seu turno, tem reiteradamente se utilizado da taxa de câmbio sobrevalorizada como forma de segurar a inflação, o que significa mais um fator a prejudicar seu desempenho industrial. A melhora da renda também se transfigurou em um aumento recorde na compra de

importados e em gastos no exterior. O resultado ficou explicitado em sua conta de transações correntes, que se tornou negativa em 2008 e que, hoje, chega a -2,41% do PIB.

Além disso, um segundo fator é que transações correntes, embora sejam influenciadas por decisões de política econômica local, são definidas em um contexto global de divisão internacional do trabalho, não apenas em caráter econômico, mas também em caráter político. A nova divisão internacional do trabalho, cristalizada a partir da globalização financeira e da desregulamentação dos mercados, transferiu grande parte das cadeias produtivas mundiais para a Ásia, o que veio a impactar negativamente as contas públicas de países exportadores de manufaturados no mundo todo.²²

A China, incontestável líder em tal processo, se tornou o maior exportador mundial em 2007, variável em que praticamente todos os países desenvolvidos perderam participação após a crise. Na Europa, as nações de estratégias exportadoras, encabeçadas pela Alemanha, conseguiram pelo menos suavizar a queda na participação das exportações mundiais e manter positiva a relação TC/PIB. Porém, a própria Zona do Euro convive com o contraste de diversos países com anterior tradição em exportação de manufaturas, como a Itália, segundo maior superávit em TC/PIB no início dos anos 90, que, hoje, apresenta déficit em tal quesito.

Quando se verificou tal índice nos países emergentes analisados, apenas a Rússia e a China apresentaram superávit e, em ambos, houve queda em relação a 2007. Os demais mostraram uma tendência de ampliação de déficit, e apenas a Turquia e a África do Sul exibiram valores mais expressivos. Nos países desenvolvidos, somente a Alemanha, o Japão e a Irlanda apresentaram resultado positivo. Os dois primeiros são grandes exportadores de manufaturas e mantêm elevados saldos positivos, embora o resultado japonês tenha se reduzido bastante no período. A recessão que afeta os países desenvolvidos ajudou a reduzir o saldo negativo nas transações correntes de praticamente todos os países, devido a fatores como a diminuição nas importações e no turismo internacional. O déficit norte-americano, por exemplo, reduziu-se em mais da metade.

Essas questões remetem à situação da solvência das contas externas de tais países. Elas não indicam a vulnerabilidade das economias dessas nações a crises derivadas da impossibilidade de honrar seus

²⁰ A Alemanha, grande expoente do modelo exportador dentre os desenvolvidos, foi um dos países da Europa a apresentar menores crescimentos do PIB no período de *boom* anterior à crise de 2007. No pós-crise, apresenta um dos melhores desempenhos do continente europeu, mas, mesmo sendo um dos únicos países a crescer depois da crise, suas taxas são bastante baixas, o que mostra a dificuldade de se combinar uma estratégia exportadora que tem, na contenção salarial, um de seus pilares na busca da competitividade com altas taxas de crescimento do PIB.

²¹ Tal análise ignora, também, que a importação de manufaturas baratos acaba por fomentar déficit em TC em países como os EUA, que são os maiores beneficiários das importações chinesas como forma de manter constante o poder de compra de seus trabalhadores, mesmo com estagnação salarial interna.

²² Palley (2012).

passivos externos, mas, sim, a sustentabilidade de um padrão de crescimento com acumulação de passivos externos. O melhor indicador de solvência para uma análise da possibilidade de equacionar-se o crescimento econômico com a restrição externa derivada do passivo externo líquido é a razão da taxa de juros que determinam o serviço do passivo externo pela taxa de crescimento do valor das exportações. Essa taxa de juros corresponde a uma média dos diversos tipos de passivos externos acumulados. Tendo em vista a dificuldade para a sua mensuração, pode-se utilizar um indicador mais simples, como o saldo TC/PIB. Como a variação do passivo externo corresponde ao déficit em TC, e a parte do PIB que pode ser utilizada para cobri-lo são as exportações, pois geram a moeda estrangeira necessária para a cobertura dos serviços dos passivos, tem-se um melhor índice de solvência ao utilizar-se o saldo TC/exportações (Lara, 2012).

Como se pode ver na Tabela 10, tal indicador apresenta deterioração em cinco dos sete países emergentes analisados. Dos cinco frágeis, o Brasil e a Índia apresentaram tendência negativa, embora ainda não apresentem valores preocupantes para o curto prazo. O caso da Índia se mostra um pouco pior, pois as exportações têm crescido mais aceleradamente do que as importações, o que denota um problema estrutural mais difícil de ser resolvido. A Indonésia revelou uma deterioração no último ano da série, o que se deveu, em parte, ao grande crescimento de suas importações, verificado desde 2007. Já a Turquia e a África do Sul reduziram tal relação, embora ainda apresentem alguns dos piores resultados. Esse indicador não apresentou resultado muito positivo para os cinco frágeis, porém exibiu movimentos ascendentes e descendentes e não mostrou resultados negativos tão expressivos para justificarem a criação de tal grupo, já que três dentre esses países melhoraram sua posição de solvência.

Cabe ressaltar-se que, embora as condições de solvência declinantes possam impor limites ao crescimento econômico em médio prazo, não seriam as mais adequadas para a avaliação de fragilidade externa, devido ao risco de crises cambiais e de balanço de pagamentos no curto prazo, que poderiam ser melhor medidos pelos indicadores de liquidez.

Dentro do componente externo do passivo, quanto maior for a participação de capitais de curto prazo, maior será a probabilidade de crises cambiais em caso de reversão abrupta de fluxos de capital — fato que acontece quando países encontram dificuldades de refinarciar seus compromissos externos.

Portanto, a medida dívida externa de curto prazo/reservas internacionais mostra-se um bom indicador de liquidez (Lara, 2012).

Quando se verificam as relações dívida externa de curto prazo/reservas e dívida externa total²³/dívida externa de curto prazo (Tabelas 11 e 12), nota-se uma melhora nas condições de liquidez dos emergentes. No primeiro indicador de liquidez, apenas a Turquia apresentou um padrão que enseja maior preocupação, com as dívidas de curto prazo chegando a 84,60% do total das reservas. O Brasil exibiu o melhor desempenho, com essa parcela da dívida correspondendo a apenas 8,73% das reservas e a 7,39% da dívida externa total. Como somente a Turquia e a África do Sul comprometeram mais de 50% de suas reservas com passivos de curto prazo, o risco de crise cambial sistêmica se mostra diminuto. Além disso, seria preciso uma fuga de capitais muito intensa para liquidar as reservas de emergentes como a China, o Brasil e a Rússia, que estão entre os países com maiores reservas do mundo. Quando analisada a relação entre as dívidas de curto e de longo prazo, verifica-se que os emergentes melhoraram sua liquidez e que, quando houve piora, não foi em níveis significativos.

²³ A dívida externa total é o débito devido a não residentes, reembolsável em moeda, bens ou serviços. Ela é a soma da dívida pública, da dívida garantida pelo setor público e da dívida privada não garantida de longo prazo, o uso de créditos do FMI e das dívidas de curto prazo. A dívida de curto prazo inclui toda a dívida com um prazo de vencimento igual ou inferior a um ano e juros de mora sobre a dívida de longo prazo. Os dados são em dólares correntes (World Bank, 2014, tradução nossa).

Tabela 2

Evolução, em número-índice, do Produto Interno Bruto dos países emergentes — 2008-13

DISCRIMINAÇÃO	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Brasil	105,17	104,82	112,72	115,80	117,00	119,67
Rússia	105,25	97,04	101,41	105,77	109,36	110,77
Índia	103,89	112,70	124,26	132,51	138,79	144,83
China	109,63	119,74	132,25	144,54	155,61	167,54
África do Sul	103,62	102,04	105,24	109,03	111,72	113,83
Média dos BRICS	105,51	107,20	115,17	121,53	126,49	131,32
Indonésia	106,01	110,92	117,82	125,47	133,32	141,03
Turquia	100,66	95,80	104,57	113,75	116,22	121,20
Média dos cinco frágeis	107,23	105,25	112,92	119,31	123,41	128,11

FONTE: IMF (2014a).

NOTA: Os índices têm como base 2007 = 100.

Tabela 3

Evolução, em número-índice, do Produto Interno Bruto dos países desenvolvidos — 2008-13

DISCRIMINAÇÃO	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Grécia	99,79	96,66	91,88	85,35	79,39	76,33
Irlanda	97,84	91,59	90,62	92,58	92,73	92,42
Portugal	99,99	97,08	98,96	97,73	94,57	93,30
Espanha	100,89	97,03	96,83	96,88	95,29	94,13
Média dos PIGS	99,62	95,59	94,57	93,13	90,49	89,04
França	99,92	96,77	98,44	100,44	100,45	100,72
Alemanha	100,81	95,68	99,37	102,75	103,67	104,23
Canadá	101,18	98,43	101,75	104,33	106,11	108,24
Reino Unido	99,23	94,10	95,66	96,73	96,97	98,68
Estados Unidos	99,71	96,92	99,34	101,18	103,99	105,95
Itália	98,84	93,41	95,02	95,45	93,19	91,46
Japão	98,96	93,49	97,84	97,40	98,80	100,33
Média do G7	99,80	95,54	98,20	99,75	100,45	101,37

FONTE: IMF (2014a).

NOTA: Os índices têm como base 2007 = 100.

Tabela 4

Evolução do endividamento governamental bruto, em número-índice, dos países emergentes — 2008-13

DISCRIMINAÇÃO	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Brasil	111	125,0	141,0	154,0	173,0	185,0
Rússia	115	150,0	181,0	230,0	278,0	319,0
Índia	114	127,0	142,0	163,0	183,0	204,0
China	102	116,0	259,0	261,0	260,0	245,0
África do Sul	108	133,0	165,0	199,0	231,0	268,0
Média dos BRICS	110	130,2	177,6	201,4	225,0	244,2
Indonésia	119	116,0	121,0	131,0	143,0	171,0
Turquia	113	130,0	138,0	151,0	152,0	168,0
Média dos cinco frágeis	113	126,2	141,4	159,6	176,4	199,2

FONTE: IMF (2014a).

NOTA: Os índices têm como base 2007 = 100.

Tabela 5

Evolução do endividamento governamental bruto, em número-índice, dos países desenvolvidos — 2008-13

DISCRIMINAÇÃO	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Grécia	110,00	125,00	138,00	148,00	127,00	132,00
Irlanda	169,00	222,00	306,00	359,00	408,00	427,00
Portugal	106,00	122,00	140,00	160,00	177,00	184,00
Espanha	114,00	148,00	169,00	193,00	231,00	251,00
Média dos PIGS	124,75	154,25	188,25	215,00	143,75	248,50
França	109,00	123,00	132,00	142,00	151,00	160,00
Alemanha	104,00	112,00	130,00	132,00	136,00	135,00
Canadá	113,00	122,00	133,00	141,00	154,00	161,00
Reino Unido	121,00	152,00	187,00	208,00	222,00	234,00
Estados Unidos	116,00	134,00	153,00	166,00	179,00	190,00
Itália	104,00	110,00	115,00	119,00	124,00	129,00
Japão	102,00	105,00	111,00	115,00	120,00	124,00
Média do G7	109,20	122,57	137,28	146,14	155,57	161,85

FONTE: IMF (2014a).

NOTA: Os índices têm como base 2007 = 100.

Tabela 6

Dívida governamental líquida pelo Produto Interno Bruto (PIB) e dívida governamental bruta pelo PIB dos países emergentes — 2007, 2010, 2013

DISCRIMINAÇÃO	2007		2010		2013	
	Dívida Líquida	Dívida Bruta	Dívida Líquida	Dívida Bruta	Dívida Líquida	Dívida Bruta
Brasil	45,12	65,15	39,14	64,98	33,61	66,33
Rússia	...	8,51	...	11,04	...	13,40
China	...	19,59	...	33,53	...	22,39
Índia	...	74,02	...	67,45	...	66,71
África do Sul	23,90	28,33	29,30	35,31	38,67	45,23
Média dos BRICS	34,51	39,12	34,22	42,46	36,14	42,81
Turquia	32,71	39,90	34,74	42,33	27,33	35,84
Indonésia	...	35,05	...	26,08	...	26,10
Média dos cinco frágeis	33,93	48,49	34,39	47,23	33,30	48,04

FONTE: IMF (2014a).

Tabela 7

Dívida governamental líquida pelo PIB e dívida governamental bruta pelo PIB dos países desenvolvidos — 2007, 2010, 2013

DISCRIMINAÇÃO	2007		2010		2013	
	Dívida Líquida	Dívida Bruta	Dívida Líquida	Dívida Bruta	Dívida Líquida	Dívida Bruta
Estados Unidos	44,48	64,00	69,69	94,80	81,34	104,51
Reino Unido	38,33	43,72	72,18	78,45	83,09	90,09
Japão	80,48	183,01	113,12	215,95	134,12	243,22
Canadá	22,91	66,51	29,74	83,10	38,50	89,11
Alemanha	50,00	65,21	58,22	82,45	55,71	78,06
França	59,55	64,21	76,09	82,35	87,61	93,87
Itália	87,08	103,27	100,03	119,28	110,70	132,53
Média do G7	54,69	84,27	74,15	108,05	84,43	118,77
Grécia	107,23	107,23	148,32	148,32	168,46	173,81
Portugal	63,65	68,38	89,56	93,99	118,39	128,84
Irlanda	10,52	24,86	70,37	91,18	100,31	122,81
Espanha	26,70	36,30	33,17	61,65	60,44	93,90
Média dos PIGS	52,02	59,19	85,35	98,78	111,90	129,84

FONTE: IMF (2014a).

Tabela 8

Evolução das exportações e das importações, em número-índice, dos países emergentes — 2009, 2011, 2013

DISCRIMINAÇÃO	2009		2011		2013	
	Exportações	Importações	Exportações	Importações	Exportações	Importações
Brasil	95,24	105,83	159,38	187,57	150,75	198,66
China	98,49	105,17	155,6	182,34	181,06	203,95
Rússia	85,67	85,53	146,76	153,26	149,68	157,69
África do Sul	84,13	79,83	145,21	124,86	148,73	129,53
Índia	121,16	121,84	206,64	211,49	230,72	213,15
Média dos BRICS	96,93	99,64	162,71	171,90	172,18	180,59
Turquia	95,21	82,83	125,77	141,62	141,51	147,98
Indonésia	102,11	130,02	178,35	238,25	159,99	250,6
Média dos cinco frágeis	99,57	104,07	163,07	180,75	166,34	187,98

FONTE: United Nations (2014).

NOTA: Os índices têm como base 2007 = 100.

Tabela 9

Evolução das exportações e das importações, em número-índice, dos países desenvolvidos— 2009, 2011, 2013

DISCRIMINAÇÃO	2009		2011		2013	
	Exportações	Importações	Exportações	Importações	Exportações	Importações
Estados Unidos	90,90	79,41	127,28	112,17	135,74	115,43
Canadá	75,06	84,39	107,28	118,37	108,70	121,32
Reino Unido	79,21	81,19	113,94	105,54	120,71	96,66
Japão	81,30	88,71	115,24	137,47	100,11	133,90
França	85,99	88,41	107,75	114,64	105,03	109,37
Itália	81,26	81,04	104,61	109,18	102,70	93,08
Alemanha	84,87	88,58	111,54	118,97	109,77	112,76
Média do G7	82,65	84,60	112,52	116,62	111,82	111,78
Espanha	87,93	73,49	117,50	92,74	122,55	84,93
Portugal	84,24	89,35	114,39	102,55	122,10	96,19
Grécia	85,31	88,30	134,92	79,94	154,27	80,36
Irlanda	95,63	71,88	103,90	77,17	94,35	75,77
Média dos PIGS	88,27	80,75	117,67	88,10	123,31	84,31

FONTE: United Nations (2014).

NOTA: Os índices têm como base 2007 = 100.

Tabela 10

Transações correntes pelas exportações nos países emergentes — 2007-12

DISCRIMINAÇÃO	(%)					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Brasil	0,96	-14,24	-15,88	-18,46	-20,49	-22,36
Rússia	20,49	22,20	16,69	16,98	18,81	13,72
China	28,94	29,39	20,24	15,07	7,16	9,42
Índia	-5,53	-17,03	-14,81	-24,73	-20,73	-31,58
África do Sul	-31,26	-27,18	-21,07	-13,03	-10,19	-23,08
Média dos BRICS	2,72	-1,37	-2,96	-4,83	-5,08	-10,77
Turquia	-35,21	-30,63	-11,91	-39,87	-55,65	-31,80
Indonésia	9,19	0,09	9,12	3,26	0,82	-12,66
Média dos cinco frágeis	-12,37	-17,80	-10,91	-18,56	-21,24	-24,29

FONTE: World Bank (2014).

United Nations (2014).

Tabela 11

Dívida externa de curto prazo pelas reservas internacionais nos países emergentes — 2007-12

	(%)					
DISCRIMINAÇÃO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Brasil	21,76	18,90	16,67	22,69	11,97	8,73
China	13,17	9,52	9,80	11,92	14,65	15,04
Índia	13,04	17,02	16,37	18,78	26,12	31,07
África do Sul	73,03	74,73	53,74	49,58	42,12	54,97
Média dos BRICS	30,25	30,04	24,14	25,74	23,71	27,45
Turquia	56,40	71,28	65,38	89,95	93,17	84,60
Indonésia	32,76	39,67	36,37	34,34	34,66	39,68
Média dos cinco frágeis ...	39,39	44,32	37,70	43,06	41,60	43,81

FONTE: World Bank (2014).

NOTA: Não há dados disponíveis de dívida de curto prazo para a Rússia.

Tabela 12

Dívida externa de curto prazo pela dívida externa total nos países emergentes — 2007-12

	(%)					
DISCRIMINAÇÃO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Brasil	16,45	13,93	14,12	18,58	10,42	7,39
China	54,79	49,45	53,93	62,08	67,14	67,58
Índia	17,68	19,29	18,18	19,35	23,17	24,62
África do Sul	34,66	37,41	27,54	21,23	17,82	20,26
Média dos BRICS	30,89	30,02	28,44	30,31	29,63	29,96
Turquia	16,69	18,17	17,66	25,84	26,82	29,87
Indonésia	38,98	12,97	13,40	16,50	16,97	17,56
Média dos cinco frágeis ...	24,89	20,35	18,18	20,30	19,04	19,94

FONTE: World Bank (2014).

NOTA: Não há dados disponíveis para a Rússia.

Conclusão

A análise dos relatórios apresentados mostrou que tanto o Morgan Stanley quanto o FED utilizaram critérios pouco claros para a elaboração de um *ranking* de vulnerabilidade externa. Em seus relatórios, essas instituições elencaram o grupo dos cinco frágeis como aquele em que seus participantes são os mais propensos a crises cambiais e à recessão como resultado de um conjunto de variáveis: inflação supostamente muito alta, taxas de câmbio real desvalorizadas, mau gerenciamento macroeconômico e ausência de reformas.

A presença de caráter político-ideológico em tais análises não deixa de ser incomum ao sistema financeiro internacional, no qual a especulação com as moedas dos mercados presente e futuro é, atualmente, uma parcela importante dos ganhos do setor financeiro como um todo. Além disso, o modo de agir dos negociadores (*dealers*) dos mercados secundários faz com que haja a necessidade permanente de

ocorrência ou mesmo de criação de “novos fatos” que desviem o valor das moedas das previsões médias, que é a forma de obtenção de lucros extraordinários que justificam a atração de agentes para atuar no mercado da moeda, condição necessária para a liquidez do mercado financeiro global.²⁴

Quando se analisam o comportamento do PIB e o crescimento das exportações e das importações, o desempenho dos emergentes se mostra superior ao dos países desenvolvidos. Embora, após a crise, os emergentes tenham piorado o seu desempenho, seguem superiores aos países desenvolvidos.

Problemas estruturais estão presentes em economias subdesenvolvidas quase que por definição, e um deles relaciona-se a uma maior elasticidade-renda das importações que das exportações, o que explica um maior crescimento das compras externas em relação às vendas e uma certa deterioração da relação transações correntes/exportações. Essa relação é um

²⁴ Mehrling (2010).

importante indicador de solvência, que mostra que há uma restrição externa que necessita, no médio prazo, de ajuste ou via câmbio e redução das importações ou via redução do crescimento econômico. Porém as questões de solvência não representam risco de crise no curto prazo. Além disso, há que se ressaltar que grande parte do aumento das importações é fruto do aumento da renda e do consumo nos países desenvolvidos.

As condições de liquidez, determinantes para a ocorrência de crises cambiais e de balanços de pagamentos no curto prazo, mostram uma melhora nos países emergentes analisados tanto nos indicadores de dívida/PIB — que são frágeis indicadores de liquidez — quanto na relação dívida externa de curto prazo/reservas ou, ainda, na relação dívida externa de curto prazo/dívida total. Isso se confirma pelo fato de que o ano 2014 está quase no fim e as previsões catastróficas iniciadas há quase dois anos não se concretizaram.

Assim, verifica-se que algumas instituições e organismos internacionais buscam apresentar argumentos que justifiquem a volta da economia global a um *status quo* moldado a partir das antigas lideranças dos países desenvolvidos que vivenciam crise desde 2007, tentando brechar o espaço de ampliação de poder político e econômico para os emergentes — principalmente a China, hoje, segunda maior economia do mundo e possível postulante à hegemonia mundial no futuro. Essas instituições e organismos agem com o intuito de fomentar as expectativas dos investidores financeiros de forma a reorientar os fluxos de capitais de volta ao mundo desenvolvido, forçar aumentos das taxas de juros de países emergentes, bem como gerar desestabilização nas taxas de câmbio capazes de auferir lucro com negociações de títulos balizados nesses valores. Nesse contexto, o entendimento de que os emergentes passam por um grande acréscimo de vulnerabilidade é baseado em uma visão particular dos mercados financeiros, que especulam contra moedas que julgam apresentar problemas, porém tal fragilidade não se confirmou nos dados.

Referências

AMICO, F. Sostenibilidad e Implicancias del “Desacople” entre el centro y la periferia en el contexto latinoamericano. [S.l.]: Cefidar, 2014. (Documento de Trabajo, n. 57).

BASTOS, C. P.; RODRIGUES, R.; LARA, F. M. As finanças públicas e o Impacto Fiscal: dez anos de governo do partido dos trabalhadores. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 7., 2014, São Paulo. [Anais...]. São Paulo: AKB, 2014. p. 1-20.

BEM, A. P. de. Transformações no mercado de trabalho norte-americano: 1980 a 2013. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 41, n. 4, p. 35-50, 2014.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (U.S.). **Monetary Policy Report**: February 11, 2014. Washington, DC: FRS, 2014.

BRAZIL takes off. **The Economist**, New York, v. 393, n. 8657, p. 15, Nov 2009.

ELIAS, J. PIB deve crescer menos de 1%, aponta Focus. **Valor Econômico**, São Paulo, 22 jul. 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/3621242/pib-deve-crescer-menos-que-1-aponta-focus>>. Acesso em: 22 jul. 2014.

GETTING it Together at Last. **The Economist**, New York, v. 393, n. 8657, special report, p. 1-15, Nov 2009.

GROUNDING. **The Economist**, New York, v. 408, n. 8855, special report, p. 1-15, Sept/Oct 2013.

HAS BRAZIL Blown It. **The Economist**, New York, v. 408, n. 8855, p. 11, Sept/Oct 2013.

HERNDON, T.; ASH, M.; POLLIN, R. **Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth?** A Critique of Reinhart and Rugoff. Amherst, MA: Political Economy Research Institute, 2013. (Working Paper, n. 322).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World Economic Outlook**: Update July 2014. [S.l.]: IMF, 2014.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World Outlook Database**. 2014a. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>>. Acesso em: 2 jul. 2014.

LARA, F. M. **Solvência e Liquidez Externas**: aspectos teóricos, contábeis e a definição de indicadores sintéticos para análise de conjuntura. Porto Alegre: FEE, 2012. (Textos Para Discussão FEE, n. 101).

MARQUES JÚNIOR, L. dos S. A política econômica da reeleição e a deterioração da política fiscal no Governo Dilma. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 41, n. 2, p. 41-48, 2013.

MEHRLING, P. **The New Lombard Street**: how the FED became the dealer of last resort. Princeton: Princeton University Press, 2010.

MORGAN STANLEY. **Global Outlook**: August 01, 2013. 2013. Disponível em: <<http://www.morganstanleyfa.com/public/projectfiles/dce4d168-15f9-4245-9605-e37e2caf114c.pdf>>. Acesso em: 2 jul. 2014.

PAIM, B. Sistema Financeiro Nacional de 2008 a 2013: a importância das instituições públicas. **Indicadores Econômicos**, Porto Alegre, v. 41, n. 2, p. 25-40, 2013.

PALLEY, T. I. **From Financial Crisis to Stagnation**. New York: Cambridge University Press, 2012.

PESCATORE, A.; SANDRI, D.; SIMON, J. **Debt and Growth**: Is There a Magic Threshold? [S.l.]: IMF, 2014. (IMF Working Paper, 34).

REINHART, C. M.; REINHART, V. R.; RUGOFF, K. S. Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800. **Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, PA, v. 26, n. 3, p. 69-86, 2012.

REINHART, C. M.; RUGOFF, K. S. Growth in a Time of Debt. **American Economic Review**, Pittsburgh, PA, v. 100, n. 2, p. 573-578, May 2010.

SERRANO, F. Cinco dúvidas sobre o ajuste fiscal. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 28, n. 4, p. 153-160, 2001.

UNITED NATIONS. **ComTrade Database**. 2014. Disponível em: <<http://comtrade.un.org/data/>>. Acesso em: 14 jul. 2014.

WORLD BANK. **World Bank Database**. 2014. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>>. Acesso em: 2 jul. 2014.