

ARIANE DE OLIVEIRA SARAIVA

A INSTABILIDADE FINANCEIRA NO PERÍODO 1994 – 1999:
UMA ABORDAGEM MINSKYANA

Trabalho de conclusão de curso, como requisito parcial do curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Professor Fabiano Abranches Dalto

CURITIBA
2009

TERMO DE APROVAÇÃO

ARIANE DE OLIVEIRA SARAIVA

A INSTABILIDADE FINANCEIRA NO PERÍODO 1994-1999:
UMA ABORDAGEM MYNSKIANA

Monografia aprovada como requisito parcial para conclusão do curso de graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca:

Orientador: Profº. Fabiano Abranches Dalto




Fabiano Dalto

Banca avaliadora: Profº. Luiz Vamberto Santana



Vamberto Santana

Profº. Fernando Motta Correia



Fernando Motta Correia

Curitiba, 07 de dezembro de 2009

Dedico este trabalho à minha mãe,
que me apóia em cada momento e
desafio com seu carinho, atenção e
boa vontade e, sem quem, pouco ou
nada valeria vencer cada desafio.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus pela oportunidade da rica experiência acadêmica que tive, pela sua benção e força para que eu desse conta de todas as tarefas do dia a dia durante este período.

A minha dedicada mãe que me apóia e auxilia a todo tempo para amenizar as dificuldades que se impõem.

Ao meu orientador, Professor Fabiano Dalto, pela confiança e paciência nas explicações e orientação, sem as quais não seria possível concluir este trabalho. Tem a minha respeitosa admiração pelo excelente professor que é.

A minha família, pela confiança e admiração que demonstram por mim.

Por fim agradeço aos professores do Curso de Ciências Econômicas e aos meus colegas ao longo do curso pelas diversas experiências agregadas.

RESUMO

O objetivo deste trabalho consiste primeiramente em contextualizar teoricamente os princípios que levam à instabilidade econômica, a partir da teoria keynesiana e pós-keynesiana de Minsky sobre a instabilidade financeira e o ciclo econômico. A partir desta concepção busca-se analisar as condições que levaram o setor público à condição de “*Ponzi finance*”, no período 1994-1999, no qual o Brasil implementa o Plano Real e, finalmente, entender o porquê de a desvalorização cambial no início de 1999 não ter provocado maiores consequências na economia brasileira. Apresentado o contexto e a lógica dos primeiros anos do Plano Real, vê-se que o setor público oferece *hedge* ao setor privado, através de títulos públicos indexados à taxa de câmbio, como ativo seguro para compensar o risco do endividamento em moeda estrangeira. Uma vez que a manutenção de altas taxas de juros se tornou permanente, assiste-se ao crescimento acelerado da dívida pública externa e interna neste período. Porém, apesar do risco moral, o endividamento público evitou, pela assunção do risco da dívida privada, que a desvalorização cambial causasse maiores distúrbios.

Palavras-chave: instabilidade financeira; dívida pública; dívida privada; *hedge*.

ABSTRACT

This study aims first to contextualize the theoretical principles that lead to economic instability, from the Keynesian theory and post-Keynesian Minsky theory on financial instability and the economic cycle. From this idea seeks to analyze the conditions that led the public sector to the status of "Ponzi finance" in the period 1994-1999, in which Brazil implemented the Real Plan, and finally understand why the devaluation in early 1999 had not caused major consequences in the Brazilian economy. Presented the context and logic of the early years of the Real Plan, we see that the public sector provides hedge to the private sector through public bonds indexed to the exchange rate, as an active insurance to offset the risk of foreign currency debt. Since the maintenance of high interest rates became permanent, we are witnessing the rapid growth of external public debt and internal in this period. However, despite the moral hazard, the public debt avoided, for taking the risk of private debt, the devaluation caused major disturbances.

Keywords: financial instability; public debit; private debt; hedge.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS.....	viii
LISTA DE GRÁFICOS.....	ix
1 INTODUÇÃO.....	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	11
2.1 A TEORIA KEYNESIANA.....	11
2.1.2 Sobre A incerteza.....	11
2.1.3 Sobre o ciclo econômico.....	12
2.2 A TEORIA DE MINSKY DA HIF.....	14
2.2.1 O financiamento do investimento.....	15
2.2.2 As alternativas de financiamento.....	16
2.2.3 A firma bancária no sistema capitalista.....	17
2.2.4 A atividade bancária.....	18
2.2.5 A abordagem dos fluxos de caixa.....	19
2.2.6 As posturas financeiras.....	21
2.2.7 O peso das posturas financeiras na fragilização financeira.....	22
3 ANÁLISE EMPÍRICA.....	26
3.1 O PLANO DE ESTABILIZAÇÃO.....	26
3.2 A VULNERABILIDADE ENDÓGENA.....	28
3.3 A VULNERABILIDADE DOS BANCOS À DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL.....	31
3.4 O ENDIVIDAMENTO PRIVADO (EMPRESAS E FAMÍLIAS).....	33
3.5 O ENDIVIDAMENTO PÚBLICO.....	35
4 CONCLUSÃO.....	40
REFERÊNCIAS BIBLIGRÁFICAS.....	42
ANEXOS	

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – INDICADORES DE ALAVANCAGEM E QUALIDADE DOS ATIVOS DOS BANCOS (%).....	32
TABELA 2 – DÍVIDA EXTERNA PRIVADA REGISTRADA (1990-2000)	33
TABELA 3 – DÍVIDA PÚBLICA INDEXADA AO DÓLAR.....	35

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1- DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO.....	30
GRÁFICO 2 – RESERVAS INTERNACIONAIS (1994-1999).....	39

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho apóia-se na teoria de Minsky do ciclo econômico, baseada na Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF) inerente ao sistema capitalista, para analisar condições que levaram o setor público à condição “*Ponzi finance* ao conduzir a política econômica de estabilização no período compreendido entre 1994-1999.

No modelo de Minsky, a instabilidade da atividade econômica está diretamente associada às relações financeiras entre firmas e bancos, relação que amplia-se a partir do momento em que as firmas passam a depender de financiamento para a produção de bens de investimento e formação bruta de capital. O crescimento das economias capitalistas baseado na indústria capital-intensiva, vê então ampliar as necessidades de fundos, provenientes em grande parte de empréstimos obtidos junto aos bancos comerciais. Desenvolve-se a partir disso uma rede de relações entre corporações e bancos, processo esse focado nas expectativas de lucro e caracterizado pela capacidade de gerar fluxos de caixa para validar suas decisões em condições permanentes de risco e incerteza. Sendo assim, a fragilização financeira e a instabilidade tendem a colocar em risco não apenas o sistema financeiro, como toda a economia capitalista.

No contexto de ambientes incertos e instáveis, como descrito, o governo desempenha papel fundamental de estabilizador da economia. Em momentos de crise como o atual, este papel torna-se mais que evidente.

Além desta introdução, o trabalho está composto pela fundamentação teórica que contempla conceitos de Keynes e Minsky sobre a instabilidade financeira que gera os ciclos econômicos. Em seguida, na análise empírica, busca-se a compreensão da instabilidade financeira, no período de 1994-1999, causada pelo endividamento do setor público, na tentativa de oferecer *hedge* ao setor privado, como forma de compensar o risco à desvalorização cambial. Finalmente na quarta e última seção apresenta-se a conclusão que se depreende da leitura dos fatos sob o ponto de vista do conceito minskyano.

2 REFERÊNCIAL TEÓRICO

O referencial teórico utilizado é composto da teoria keynesiana e pós-keynesiana de Minsky. Adota-se a HIF deste último autor como descrição do funcionamento do sistema financeiro e de suas relações com o resto da economia. Faz-se, primeiramente, uma breve revisão da teoria keynesiana a respeito da incerteza sobre os eventos futuros e suas consequências para a formação de expectativas e tomada de decisões financeiras. Na seção seguinte são explicitadas as fontes causadoras da instabilidade, nas quais se embasa a teoria do ciclo econômico de Minsky.

2.1 A TEORIA KEYNESIANA

Sobre a teoria keynesiana, baseada integralmente na leitura de “Teoria Geral do Emprego, Juros e Moeda”, apresenta-se como subseções a abordagem a respeito da incerteza e sobre o ciclo econômico.

2.1.1 Sobre a incerteza

Os agentes econômicos tomam decisões num ambiente de incerteza tanto em relação ao resultado destas ações quanto em relação às decisões e resultados de outros agentes. Segundo Keynes (1936) a “incerteza” se refere a possíveis eventos futuros não conhecidos a priori, e que não permitem um cálculo probabilístico confiável.

Keynes separa as análises de expectativa de curto e de longo prazo. A de curto prazo está baseada na experiência de resultados passados. Estas determinam as decisões de produção. As expectativas de longo prazo, por seu turno, determinam as decisões de investimento.

Keynes ressalta a importância de compreender a dependência que há entre a eficiência marginal de determinado volume de capital e as variações na expectativa, pois é esta dependência que torna a eficiência marginal do capital sujeita a certas flutuações violentas que explicam o ciclo econômico.

Resumindo, a eficiência marginal do capital depende não apenas da abundância ou escassez de bens de capital e do custo corrente da produção dos bens de capital, mas também das expectativas correntes relativas ao futuro rendimento dos bens de capital.

Assume-se que o estado de expectativa de longo prazo não depende exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos prever, mas também da *confiança* com a qual fazemos este prognóstico. O estado de confiança torna-se, assim, um dos fatores determinantes da escala de eficiência marginal do capital, a qual é idêntica à curva da demanda de investimento.

É importante destacar, portanto, que no argumento de Keynes existe a indicação de que é a forma de organização institucional dos mercados financeiros que pode facilitar mais ou menos o comportamento instável, ou seja, as oscilações deste comportamento encontram suas causas em aspectos inerentes ao funcionamento do sistema.

Keynes leva-nos à importante reflexão de que se a liquidez dos mercados financeiros às vezes dificulta um novo investimento, em compensação facilita-o com mais frequência, pois cada investidor tem a ilusão de que participa de um negócio líquido, ainda que isso não seja verdadeiro para todos os investidores coletivamente, o que acalma e anima-o muito mais a correr riscos. À medida que um indivíduo possa aplicar sua riqueza entesourando ou emprestando, a alternativa de adquirir bens de capital não seria muito atraente, exceto organizando mercados onde esses bens possam converter-se facilmente em dinheiro.

2.1.2 Sobre o ciclo econômico

O ciclo econômico é um processo de certa regularidade de ocorrência e duração que apresenta efeitos cumulativos e cujas forças se substituem e agem em sentidos opostos. A fase de crise, uma característica do ciclo econômico, é a sucessão de movimentos de ascendência para descendência, geralmente ocorridos de forma rápida e violenta, sendo que movimento em sentido contrário não segue a mesma regra.

Na visão de Keynes, o sentido cíclico deve ser visto principalmente ao modo como flutua a eficiência marginal do capital, e também na propensão a consumir e no estado da preferência pela liquidez.

Qualquer flutuação no investimento, não compensada por uma variação correspondente na propensão a consumir, resulta, necessariamente, numa flutuação no emprego. Portanto, dado que o fluxo de investimento está sujeito a influências bastante complexas, é muito improvável que todas as flutuações, tanto as do próprio investimento como as da eficiência marginal do capital, sejam de caráter cíclico (KEYNES, 1936, p. 218)”

Nas últimas etapas da expansão, verifica-se expectativas otimistas quanto ao rendimento futuro dos bens de capital, que compensam abundância crescente desses bens, a alta nos custos de produção, e também, a alta na taxa de juros. Nesse momento a maioria dos novos investimentos oferece um rendimento corrente insatisfatório.

É próprio da natureza dos mercados financeiros organizados, (...) que, quando a decepção advém a um desses mercados otimistas em demasia e superabastecidos, as cotações desçam em movimento súbito e mesmo catastrófico. Além disso, o pessimismo e a incerteza a respeito do futuro que acompanham um colapso da eficiência marginal do capital suscitam, naturalmente, um forte aumento da preferência pela liquidez e conseqüentemente, uma elevação da taxa de juros. Nestas condições o fato de a queda da eficiência marginal do capital ser freqüentemente acompanhada por uma elevação da taxa de juros pode agravar seriamente o declínio do investimento. O essencial, porém, de tal estado de coisas reside, não obstante, na queda da eficiência marginal do capital, especialmente no caso das categorias de capital que, no curso anterior, mais contribuíram para os novos investimentos”. E completa: “A preferência pela liquidez só começa a aumentar após o desmoronamento da eficiência marginal do capital (KEYNES, 1936, p. 220).

O colapso na eficiência marginal do capital pode ser tão completo que nenhuma redução da taxa de juros constitua um remédio eficaz. Portanto, é a volta da confiança que se põe como objetivo difícil de ser controlado numa economia em que as decisões são tomadas de forma isolada e sem coordenação prévia.

A crise, levada pelo auge da expansão, resulta da combinação de uma taxa de juros, que num estado correto de expectativas seria demasiadamente alta para permitir o pleno emprego, e de um estado enganoso de expectativa que, enquanto dura, impede essa taxa de juros ser, de fato, um obstáculo. O *boom* é uma situação em que o excesso de otimismo triunfa sobre uma taxa de juros que, julgada a sangue-frio deve ser considerada alta demais.

Portanto, para Keynes, os ciclos econômicos são determinados pelas flutuações da relação de dependência entre a eficiência marginal de determinado

volume de capital e as variações nas expectativas. Para ele, a alternância da expansão e da depressão pode ser descrita e analisada em termos das flutuações da eficiência marginal do capital em relação à taxa de juros.

Identifica-se duas fases a partir das expectativas no sistema financeiro: a fase de expansão, no sentido de financiar o investimento produtivo e prover liquidez para produção; e a fase de retração, quando da mudança nas expectativas, há aumento da taxa de juros em vista da preferência pela liquidez.

Na análise dos ciclos econômicos veremos a seguir as contribuições de Minsky, que integra em sua análise as implicações da estrutura de passivos das empresas sobre a atividade econômica. Para ele, a instabilidade financeira é geradora de ciclos econômicos, resultado endógeno do comportamento dos agentes econômicos.

Dois tipos de riscos [...] afetam o volume de investimento. O primeiro é o risco do empresário ou o risco do tomador do empréstimo e surge das dúvidas que o mesmo tem quanto à probabilidade de conseguir realmente, a retribuição que espera. [...] Quando existe um sistema de conceder empréstimo e tomar emprestado, e com isso pretendo designar a concessão de créditos protegidos por certa margem de garantia real ou pessoal, aparece um segundo tipo de risco a que podemos chamar de risco do prestador. Este pode dever-se a uma contingência moral, isto é, falta voluntária ou qualquer outro meio, talvez lícito, para fugir ao cumprimento da obrigação, ou à possível insuficiência de segurança, isto é, não-cumprimento involuntário causado por uma expectativa malograda (KEYNES, 1936, p. 106).

Aqui Keynes afirma que as flutuações na economia não vão apenas ser fruto das flutuações nas previsões dos empresários industriais como também dos capitalistas financeiros. Se a confiança dos industriais sobre a eficiência marginal do capital despenca a economia entra em baixa; o mesmo deve acontecer se as expectativas dos banqueiros ficarem em baixa. Este argumento se aproxima do de Minsky.

2.2 A TEORIA DA HIF DE MINSKY

Assim como em Keynes, Minsky analisa as razões das oscilações “naturais” do investimento e como esta flutuação determina a instabilidade econômica e a

fragilidade financeira que geram os ciclos econômicos. O destaque da tese do economista é a idéia de que o capitalismo é inerentemente instável. Para Minsky (1982), períodos prolongados de prosperidade estimulam o desenvolvimento de estruturas financeiras mais complexas e a tomada de riscos excessivos.

Em Keynes, vimos que a geração dos ciclos econômicos é determinada pela relação entre a eficiência marginal do capital e as expectativas, que gera as fases de expansão e retração. Para Minsky, a queda na capacidade de rendimento do investimento compromete a capacidade de endividamento e a capacidade de validar investimentos passados, causando a queda do nível de investimento. Ou seja, as fontes causadoras da instabilidade residem no tipo de relações financeiras existentes, cujas estruturas mudam ao longo do tempo, determinando a trajetória do comportamento da economia no curto e no longo prazo. Estas relações são determinadas pelas posturas financeiras que por sua vez estão relacionadas com receitas futuras do uso de ativos, como veremos a seguir.

Esta seção baseia-se principalmente na leitura de “Stabilizing an Unstable Economy” de 1986, e “Can it happen again” de 1982, entre outros artigos.

2.2.1 O financiamento do investimento

O investimento envolve um complexo de pagamentos que necessitam ser financiados. O valor do projeto de investimento depende dos preços nos resultados dos ativos de capital, que por sua vez, dependem da expectativa das quase-rendas e como as posições nos ativos de capital novamente produzidos podem ser financiados.

Past investment outputs must be justified by the incomes received by owners of capital assets. Because the past financing of investment output left a legacy of payment commitments which become current as time goes by, the income of debtors must be sufficient to fulfill these commitments. In other words, the price system must generate cash flow (profits, quasi-rents), which simultaneously free resources for investment, lead to high enough prices for capital asset so that investment is induced, and validate business debts (MINSKY, 1986, p. 142).

Crescendo as taxas de investimento, diminui ou elimina as margens de segurança que tornam o financiamento de investimento possível. A instabilidade de preços de ativos pode induzir a uma espiral de declínio de investimento, lucros e

preços de ativos. O preço de um ativo de capital depende do fluxo de caixa que o proprietário espera receber e a liquidez do ativo. O rendimento do ativo depende do estado do mercado e da economia, enquanto a liquidez depende da facilidade e da segurança com que este pode ser transformado em moeda.

Mesmo que a característica técnica de ativos de capital seja a causa de relações básicas chamadas “money–now-for-money-latter”, dada a existência de um complexo sistema financeiro, é essa estrutura a causa das adaptabilidades e da instabilidade do capitalismo.

2.2.2 As alternativas de investimento

Uma demanda efetiva por investimento faz necessário financiamento. Há três fontes de financiamento: moeda e ativos financeiros em caixa, fundos internos (lucros totais menos taxas e dividendos) e fundos externos, que são emprestados e adquiridos pela emissão de ações. Quando tomados emprestado levam ao pagamento de obrigações. O pagamento de obrigações determina o fluxo de caixa mínimo requerido para satisfazer as obrigações legais da unidade que está fazendo o financiamento.

O planejamento de um projeto de investimento envolve dois conjuntos para determinar decisões por parte da empresa que está investindo. Um conjunto negocia com os retornos esperados do uso de ativos de capital na produção e os custos do investimento. O segundo conjunto negocia com o financiamento de ativos de capital: uma decisão para adquirir ativos de capital é basicamente, uma decisão de assumir passivos.

O financiamento produtivo é tipicamente de curto prazo, e muito deste financiamento envolve o empréstimo bancário. Mesmo quando a produção é financiada no curto prazo, é presumível o longo prazo.

Enquanto a estrutura de balanço reflete o mix de fundos internos e os fundos externos (bônus ou emissão de ações) usados atualmente, a decisão de investimento é baseada na expectativa de fluxos de fundos internos e externos. Mas os fluxos de fundos internos para unidades investidoras depende da performance da economia durante o período entre a decisão de investimento e a conclusão do investimento.

2.2.3 A firma bancária no sistema capitalista

Há um conjunto de bancos, os bancos comerciais, que mantêm especial importância por causa de sua dimensão agregada e por seus passivos constituírem uma grande parte da oferta monetária, ligado ao processo de criação e controle de ativos de capital. Moeda não é apenas forma de efetuar trocas quando é difícil a dupla coincidência de interesses. Moeda é um elo que surge entre as atividades financeiras bancárias e as posições e ativos de capital

A partir dos anos 60 houve uma aceleração das inovações bancárias, e isto tornou evidente que há um número grande de tipos de moeda, e que a natureza das mudanças relevantes na moeda ocorre a partir da evolução das instituições.

Banking is a dynamic and innovative profit-making business. Bank entrepreneurs actively seek to build their fortunes by advertising their assets and liabilities, that is, their lines of business, to take advantages of perceived profits opportunities. This banker's activism affects not just the volume and the distribution of finance but also the cyclical behavior of prices, incomes and employment (MINSKY, 1986, pg. 226).

Mercados financeiros e bancário afetam o investimento porque o valor corrente dos ativos de capital e assim, o preço de demanda por investimento produtivo, é determinado no mercado financeiro, porque o montante de investimento que será financiado depende do processo bancário, e porque o preço de oferta do investimento depende, por sua vez, do custo financeiro.

Esse círculo particular da economia capitalista tem o sistema bancário e financeiro como a "chave do negócio". Não é necessário apenas o sistema financeiro e bancário manter o preço dos ativos favorável, e condições de financiamento ao investimento no presente, mas também devem esperar manter preços e condições favoráveis no futuro. Por causa de tal funcionamento normal do sistema, perturbações do sistema levam ao mal funcionamento da economia. A dependência por um funcionamento normal é também dependência de financiamento externo.

Finalmente para entender nossa economia é necessário tomar uma visão crítica sobre os bancos. Esta é uma força perturbadora que tende a induzir e ampliar a instabilidade mesmo que esta seja um fator essencial se o investimento e o crescimento econômico tenham que ser financiados.

2.2.4 A atividade bancária

Conforme explica Minsky, os bancos não são emprestadores de dinheiro, pois para emprestar, um prestador precisa ter dinheiro. A atividade bancária fundamental é aceitar garantir que uma parte deste é solvável. Quando um banco aceita um instrumento de débito, concorda em fazer pagamentos específicos se o devedor não puder fazê-lo. Tal nota de endosso pode ser vendida no mercado aberto, um empréstimo bancário é equivalente a uma compra de um banco de uma nota que foi aceita.

Os bancos não são passivos administradores de moeda para emprestar ou investir, são negociantes para maximizar lucros. Os bancos são importantes exatamente porque eles não operam sob contenção de moeda para emprestar. Esta flexibilidade dos bancos significa que projetos que necessitam de fundos por um extenso período de tempo podem obtê-lo para dispor conforme necessário. Uma linha de crédito e compromissos através de um banco é tão bom quanto a posse de fundos. O processo de investimento depende da flexibilidade que o banco dá ao sistema financeiro.

Devedores têm três fontes de dinheiro que eles precisam para efetuar seus pagamentos: fluxos de caixa de operações, refinanciamento ou rolamento de dívidas e venda de ativos ou através de endividamento líquido. Um bem estruturado banco deve ser bom tanto para o tomador como para o banco, isso significa que o produto de um empréstimo será usado para render ao tomador de empréstimo uma renda esperada que seja mais que suficiente para efetuar o compromisso do contrato.

O efeito do investimento financiado não pode ser entendido focando estritamente na oferta dos meios de pagamento como a transportadora dos impactos bancários. Moeda é um de muitos instrumentos que impõe uma quantidade de financiamentos com o proprietário final de ativos de capital: passivos de outra instituição financeira, papéis comerciais e fundos corporativos e ações também interpõem um financiamento.

Assim, os bancos podem ser forças destruidoras na economia, mas a flexibilidade das finanças e sua responsabilidade aos negócios, que são necessários para um capitalismo dinâmico, não pode existir sem o processo bancário; o aspecto desestabilizador não deve ser surpresa, além disso, os bancos são especialistas em prover financiamento de curto prazo à empresas, governo e acionistas, e bancos

vendem seus serviços ensinando aos clientes como usar as facilidades bancárias, são comerciantes de débitos.

A relação entre o retorno de ativos, o custo de passivos, os custos de operação e a alavancagem dos acionistas determinam a lucratividade dos bancos. A alavancagem afeta o volume de financiamento bancário disponível. Além da expansão, novos instrumentos financeiros e novas formas de atividade financeiras são desenvolvidos. Os defeitos das novas formas e novas instituições são revelados quando há o arrocho. As autoridades intervêm para prevenir fragilidades localizadas que conduza a um amplo declínio no valor dos ativos.

Whenever the authorities act as lender of last-resort, they increase the reserve base of banks and validate unretained financial usages. Also, whenever they have been forced to intervene as lenders of last resort, many financial institutions, in addition to those that are immediate danger of failing, are in taut position; they fear they will be the next. As a result, successful lender of last-resort intervention is followed by a period of financial retrenchment and conservatism as taut units try to improve their financial posture. In a capitalist economy with Big Government, automatic and discretionary fiscal stabilizers lead to a large deficit that sustains profits and employment. Because of the large deficit and lender-of-last-resort intervention, the down spiral so common in history is aborted... Because the interventions lead to a quick halt to the downturn, financial disturbances, which force lender-of-last-resort intervention by the authorities, no longer lead to sustained price decreases; instead the action that are taken to prevent a debt deflation and a depression set a groundwork for a subsequent burst of expansion followed by inflation (MINSKY, 1986, pg. 251-252).

2.2.5 A abordagem dos fluxos de caixa

Para analisar como os compromissos financeiros afetam a economia é necessário olhar para as unidades econômicas em termos de seus fluxos de caixa. Os fluxos de caixa aproximam a observação em todas as unidades, seja acionista, corporações ou estado, como se eles fossem bancos. Nesse contexto, a análise do comportamento dos fluxos de caixa fornece indicadores individuais e globais de solvência e liquidez corrente e das expectativas das unidades econômicas, e da capacidade de liquidar seus compromissos junto aos credores. Minsky (1986) destaca três fluxos de caixa:

- a) Fluxo de caixa de renda – pagamentos de ordenados e salários, tanto públicos como privados, os pagamentos de um estágio de produção e comercialização de outra, e lucros totais após as taxas de negócios, resultam do processo de produção. A moeda segue um circuito de renda, o circuito de rendimentos inclui todos os pagamentos para produtos parcialmente finalizados de uma firma para a outra. Isto não é restrito aos pagamentos que surgem da venda final de produção.
- b) Fluxo de balanço patrimonial – correspondem aos direitos e obrigações relativos ao principal e juros, conforme consta nos instrumento de dívida. O montante dos compromissos refletidos varia evidentemente com o prazo das dívidas, distinguidos por Minsky de três formas: i) datados - refere-se a prestações mensais, desconto de títulos de curto e longo prazo etc; ii) de demanda – corresponde a contratos de duração indeterminada, tais como depósitos à vista, de poupança; e iii) contingente – relacionado aos direitos ou reivindicações contingentes, que decorrem de endossos, aceites, garantias, provisões, vencimento antecipado de contratos datados etc.
- c) Fluxos de caixa de portfólio – resultam de transações com ativos financeiros e de capital. Esses fluxos podem surgir quando se assumem dívidas de curto prazo, as quais são roladas até a maturação do investimento, no qual podem se alterar substancialmente pela necessidade de consolidação da dívida em instrumento de longo prazo ou a prazo indeterminado.

O fluxo de caixa de portfólio é resultado de transações em que o capital e ativos financeiros mudam de propriedade. Este fluxo de caixa é o resultado de decisões de aquisição ou venda de ativos ou por novos passivos em circulação. Alguns dos períodos de fluxo de caixa de portfólio é o resultado de compromissos prévios. Isso é especialmente verdadeiro do fluxo de caixa na competição de investimento produtivo e a metamorfose do mesmo em ativos de capital.

2.2.6 As posturas financeiras

A análise das posturas financeiras é outra chave para entender o modelo proposto por Minsky. O ciclo de instabilidade é caracterizado pelo aumento paulatino do peso das unidades financeiramente fragilizadas.

De acordo com Minsky (1986) a postura financeira é planejada em função das possibilidades de financiamento de propriedade ou aquisição de bens de capital. Todo financiamento de bens de capital é concedido sob a expectativa de que os mesmos venham a ter condições de gerar retorno que garanta o repagamento da dívida.

Nas relações de longo prazo, passivos de longo prazo são financiados com dívidas de curto prazo, a taxas de juros flutuantes estão sujeitas a grandes oscilações, configurando freqüentemente a dessincronização entre receitas e gastos nos fluxos de caixa previstos nos contratos impossibilitando o cumprimento total ou parcial das obrigações dos devedores perante os credores nas condições originalmente acordadas.

As unidades econômicas assumem posições em função de suas diferentes estruturas de portfólios e decisões para se exporem ao risco associado ao desejo de alavancá-las. Essas posições podem ser financiadas a juízo dos emprestadores se existirem margens de segurança adequadas. Do ponto de vista das instituições financeira, as posições financeiras correspondem a obrigações associadas a diferentes passivos correspondentes a fundo que, uma vez emprestados, devem garantir retornos suficientes para a satisfação dos compromissos com os depositantes e investidores.

As posturas financeiras têm uma estreita relação com as receitas esperadas do uso de ativos de capital, com os ganhos decorrentes da propriedade de ativos financeiros e com a capacidade de repagamento de dívidas.

Há três tipos de posições financeiras em ativos que podem ser identificadas na estrutura financeira do sistema: *hedge*, *speculative* e *Ponzi finance*. Esses regimes financeiros são caracterizados por diferentes relações entre compromissos sobre dívidas e caixa esperados devido aos ganhos de quase-rendas dos ativos de capital ou o debitor da obrigação contratual nos instrumentos financeiros possuídos.

As unidades *hedge-financing* e seus bancos têm expectativa que o fluxo de caixa das operações de ativos de capital, ou dos contratos financeiros possuídos,

seja mais que o suficiente para pagar as obrigações no presente e no futuro. Conseqüentemente, uma unidade *hedge-financing* não pode possuir um grande volume de débito.

As unidades *speculative-financing*, e seus bancos, esperam que o fluxo de caixa advindo da operação de ativos (ou dos contratos financeiros) seja menos do que o caixa dos compromissos de pagamentos em algum período. Se o caixa das receitas e pagamentos é separado dentro da renda e um retorno de componentes principais, então a receita dos rendimentos esperados excede os pagamentos (juros) na existência de compromissos em todos os períodos. A deficiência de fluxo de caixa ocorre por haver compromissos a pagar na conta principal maiores que as receitas durante o período, portanto, *speculative-financing* envolve o rolamento da maturidade da dívida.

A unidade *Ponzi-financing* é semelhante a uma unidade *speculative-financing* que, no curtíssimo prazo, o caixa de pagamentos excede a expectativa do caixa de receitas na conta dos ativos. Mas, ao menos num curtíssimo prazo, o fluxo de caixa de pagamentos na conta de rendimentos excede o caixa de receitas esperado. Unidades *Ponzi* capitalizam juros na estrutura de passivos

Enquanto as unidades *hedge finance* estão vulneráveis a dificuldades em efetuar obrigações financeiras somente se as receitas forem menores que a expectativa, as unidades *Ponzi* e *speculative finance* são vulneráveis a desenvolvimentos no mercado financeiro.

Uma unidade *speculative finance* pode entrar num esquema *Ponzi finance* através do aumento na taxa de juros ou em outros custos ou da queda nos rendimentos. Por outro lado, se os ganhos são maiores que os custos, especialmente as taxas de juros, *Ponzi finance* pode se tornar em uma *speculative finance*.

2.2.7 O peso das posturas financeiras na fragilização financeira

A mescla de *hedge*, *speculative* e *Ponzi finance* é um determinante da estabilidade. A existência de uma grande participação de posições financeiras em *speculative* ou *Ponzi finance* é necessária à instabilidade financeira.

A robustez ou a fragilidade do sistema financeiro depende do tamanho e da força da margem de segurança e a probabilidade que distúrbios iniciais sejam

propagados. Quanto maior a presença de *Ponzi finance*, menor a margem total na economia e maior a fragilidade da estrutura financeira.

As evidências indicam que uma economia oscila entre estruturas financeiras robustas e frágeis, e que crises financeiras requerem a existência de uma estrutura financeira frágil. Como a fragilidade surge? Como reconstruir a situação de robustez?

Num sistema dominado por *hedge finance*, o modelo de taxas de juros é tal que os lucros podem ser obtidos introduzindo arranjos especulativos. A introdução de relações especulativas num sistema onde predomina posições *hedge finance* aumenta a demanda por ativos e aumenta o seu valor. Os bancos respondem a visão otimista sobre a viabilidade de estruturas de débito financiando posições com um aumento em seus próprios passivos. Instrumentos como papéis comerciais habilitam o volume de quase moeda crescer mais rápido que a quantidade de moeda.

Numa economia dominada por unidades *hedge-finance* e onde pequena importância é dada à liquidez devido esta ser tão abundante, a estrutura da taxa de juros rende oportunidades de lucros em financiar posições em ativos de capital usando passivos líquidos de curto prazo. Esta estrutura de taxa de juros existira se a estrutura de ativos tem grande peso nos ativos líquidos ou se o déficit do governo é grande o suficiente para gerar quase-rendas relativo aos gastos correntes em ativos de capital.

O aumento endógeno em ativos líquidos e moeda aumentam o preço de ativos de capital relativo à moeda e preços correntes de produção; isso aumenta a diferença entre preços de ativos de capital e bens de investimento. Numa estrutura financeira robusta, a oferta de financiamento de curto prazo responde à sua demanda, tanto que o investimento crescerá aumentando a renda por existir estoque de ativos de capital. O crescimento nos lucros e nos fundos internos para o financiamento de investimento é outra razão porque leva tempo para uma estrutura financeira robusta ser transformada numa estrutura frágil.

A economia se fragiliza em função das posturas financeiras e das relações que se estabelecem entre firmas e bancos interessados na alavancagem dos seus portfólios. Portanto o peso relativo das unidades *Hedge*, *Speculative* e *Ponzi financing* determina o grau de estabilidade ou instabilidade da economia. Um maior peso relativo de unidades *Speculative* e *Ponzi* caracteriza a instabilidade financeira.

A velocidade do processo de fragilidade reside no grau de rapidez que as unidades com postura *Ponzi* passam a predominar na economia. Para avançar na compreensão desse processo é necessário apresentar as razões e os meios que levam as unidades a desejarem maiores ou menores estruturas de passivos.

De acordo com Minsky, as posturas financeiras são planejadas em função das possibilidades de financiamento e aquisição de ativos de capital. Deste modo, as decisões se diferenciam em função do grau de comprometimento das receitas ou dos ganhos correntes para validar contratos assumidos no passado.

Compromissos a pagar são assumidos com base em rendimentos anteriores: se rendimentos não são confirmados, tanto o dinheiro em caixa quanto o débito bancário de curto prazo aumentam, mais tarde então, o pagamento dos compromissos no período subsequente será maior. A diferença entre as posturas financeiras está relacionada com maiores ou menores margens de segurança e com a possibilidade de surgimento de choque. Todas estão suscetíveis a erro de expectativas, ou a decisões tomadas sob hipóteses irreais sobre o comportamento dos mercados de fatores e de produtos (PAULA, 2003).

No curto prazo, se as receitas não validam os custos das firmas, a firma reduz a produção, mas reduz apenas os custos determinados tecnologicamente. Nas despesas de curto prazo, e pagamentos financeiros são principalmente pré-determinados, portanto, gastos em publicidade ou pagamento de juros sobre dívidas não podem ser modificados tão facilmente, uma vez que a empresa está endividada, os pagamentos sobre dívida de longo prazo são mutáveis somente por renegociação; isto pode envolver uma falência manifesta ou encoberta.

Os fatores que determinam a viabilização do desejo das firmas de assumirem maiores posições em ativos de capital são, por um lado, o tamanho, o prazo de maturação e o montante de recursos dos projetos de investimento e, de outro, as práticas financeiras existentes, particularmente a disposição dos bancos em assumir os riscos inerentes ao investimento.

Após certo tempo, os fluxos de caixa considerados inicialmente viáveis se tornam insuficientes para satisfazer os compromissos associados aos saldos devedores. A postura dos bancos, em estímulo ao investimento, provoca aumento do peso da postura *speculative* e *ponzi* no conjunto das unidades produtivas.

Temendo os efeitos de um clima de *boom* sobre a inflação, o Banco Central e os próprios bancos procuram restringir o crédito para investimento através dos

mecanismos e instrumentos ao seu alcance. Isso torna a oferta de financiamento menos elástica ou mesmo inelástica. Seguindo essa hipótese, uma combinação da curva de demanda de financiamento inelástica, relativamente aos investimentos em andamento, com uma curva de oferta de elasticidade decrescente ou nula, tem como resultado uma rápida elevação das taxas de juros de curto prazo.

A elevação das taxas de juros de curto prazo produz dois efeitos: i) o aumento do preço de oferta do investimento, que torna a curva de oferta de investimento positivamente inclinada; e, ii) a elevação da taxa de juros de longo prazo, que reflete uma queda nos preços dos ativos de capital, tornando a curva de demanda de investimento negativamente inclinada. Esses efeitos resultam no aumento dos custos de produção e na queda do valor presente das quase-rendas esperadas, o que por sua vez reduz os lucros correntes e no futuro próximo, provoca novas quedas nos preços dos ativos de capital e uma redução do ânimo de investir. (PAULA, 2003)

Isso se deve à mudança de expectativas no curso de um ciclo de negócios e ao modo pelo qual esta mudança ocorre no interior do sistema financeiro, considerando-se que a postura financeira de firmas e bancos é crucialmente influenciada pela incerteza. Na fase depressiva do ciclo de negócios a realização de lucros ou expectativas de lucro se reduz significativamente e, simultaneamente, as margens de segurança exigidas pelos bancos são elevadas. Na fase de recuperação, normalmente longa, os lucros voltam a crescer para os negócios em geral em função de expectativas mais otimistas. Isso só ocorre quando investidores e banqueiros abandonam a “memória” da crise financeira recente. Os banqueiros aproveitam a oportunidade de bons negócios, incentivando a operarem sob índices de alavancagem crescentes (MINSKY, 1982).

3 ANÁLISE EMPÍRICA

Este capítulo analisa a política econômica brasileira no período de 1994-1999, que compreende a implantação do Plano Real, para demonstrar um descasamento dos fluxos de receita e obrigações causador da instabilidade, sob uma ótica Minskyana da instabilidade financeira. O Plano Real visava primordialmente a estabilização de preços, e pressupunha a atração de moeda externa e a paridade cambial em sua estratégia. O governo tem papel crucial nessa estratégia ao suprir as garantias do setor privado através da emissão de títulos públicos indexados à taxa de câmbio, a fim de oferecer *hedge* e garantir rendimento mínimo ao capital às empresas possuidoras desses títulos, causando crescente endividamento público interno associado ao endividamento externo. Faz-se uma apresentação do ambiente interno em que se deu o endividamento; apresenta-se dados da evolução do endividamento de empresas financeiras e não-financeiras, posteriormente das famílias e finalmente do setor público. Pretende-se responder à pergunta, por que diante dos desequilíbrios dos fluxos privados o nível de endividamento externo experimentado ao longo do período em questão não culminou em uma crise do setor privado diante da desvalorização cambial ocorrida em 1999?

3.1 O PLANO DE ESTABILIZAÇÃO

O Plano Real foi implantado no Brasil em julho de 1994; neste momento as autoridades brasileiras estavam convencidas de que o sucesso do plano passava pela existência de uma moeda nacional forte, e fixou nominalmente a sua moeda ao dólar americano. Com isso, a estabilização passa a ser entendida como moeda estável, e a estabilidade da moeda dependia das reservas existentes no país.

A lógica do plano era que a sobrevalorização cambial provocaria déficit no balanço de pagamentos, e este seria compensado com a entrada de capitais externos atraídos por uma taxa de juros extremamente elevada. Além disso, o crescimento das importações serviria para baixar os preços dos produtos brasileiros no mercado interno, ancorando o plano de estabilização. (Mello & Schlesinger,

1999)¹. Ao adotar a taxa de câmbio como âncora nominal do Plano Real, aliada à política de abertura comercial, de taxas de juros internas elevadas e de privatizações, foi possível reduzir a inflação de quatro dígitos, antes do lançamento do plano, a um, durante os seis primeiros anos. Porém, nesta ambiente, o endividamento privado em moeda estrangeira e o crescente endividamento interno público tomariam uma direção inviável ao longo do tempo, dado o risco devido à natureza das receitas em moeda nacional das unidades privadas versus suas dívidas em moeda estrangeira, que cresciam a níveis diferentes, alimentando a tendência de instabilidade financeira.

A prática de juros altos que acompanhou a valorização do real durante esse período teve como objetivo principal atrair capitais externos interessados numa rentabilidade superior às oferecidas no mercado internacional. Estes capitais tiveram a função de cobrir os déficits criados e aumentar as reservas brasileiras de dólares, permitindo ao país a sustentação da política adotada. As elevadas taxas de juros também visaram à contenção do crescimento econômico como forma de controlar o desequilíbrio da balança comercial causado pela política cambial e evitar pressões de demanda sobre os preços².

No período 94-99 o Plano passa por mudanças significativas. No primeiro ano, seus resultados foram bastante positivos, mas esta fase é interrompida logo após crise que atinge o México em fins de 1994. Com o câmbio já sobrevalorizado, o governo adota, em março de 1995 medidas de cunho recessivo para evitar a fuga de capitais: corte de crédito, elevação das taxas de juros e mudança no regime cambial (banda cambial). O efeito de tais medidas foi imediato sobre o comportamento do emprego e da produção industrial (ILHA & RUBIM, 2001).

Em relação aos problemas de longa duração da economia brasileira, de acordo com Palma (2000), a inflação, a dívida externa e a desigualdade, o Plano Real conseguiu resolver o primeiro, mas fez o segundo significativamente pior e teve pouco impacto sobre o terceiro. Além disso, acrescentou outro, que rivaliza com qualquer dos outros em magnitude, o crescimento da dívida pública interna. Esta cresceu a níveis tais que mudou sua natureza para uma dimensão totalmente diferente. Ademais, essa mudança não está relacionada apenas com a taxa de crescimento extraordinário da presente dívida, mas também surgiu porque em uma

¹ apud ILHA & RUBIM (2001)

² DIEESE (2000)

economia financeiramente aberta às diferenças entre as dívidas externa e interna tornaram-se confusas. Desta forma, embora a inflação tenha sido controlada com muito sucesso - ainda mais impressionante depois da desvalorização janeiro - isto criou grandes problemas econômicos, nada menos que o “*Ponzi finance*” do setor público. Estes problemas foram agravados pelo fato de que o Plano Real estava a ser executado simultaneamente com a liberalização comércio e financeiro, em um ambiente altamente volátil internacional, e com tentativa sem sucesso de reformas fiscais, e uma reestruturação geral do setor público.

Outro fato que é realmente extraordinário sobre a dinâmica que levou a esse aumento na dívida interna é que este não teve contribuição das contas “primárias” do setor público, uma vez que estiveram durante todo este período quer no superávit ou aproximadamente em equilíbrio.

3.2 A VULNERABILIDADE ENDÓGENA

Para Palma (2000), a partir de uma “perspectiva endógena do fracasso”, os mecanismos que levaram a esta crise financeira foram essencialmente endógenos para o funcionamento dos mercados financeiros quando operam com excesso de abundância de liquidez e tornam-se excessivamente dependentes dos fluxos de capitais altamente voláteis. Desta forma, argumenta que havia características “minskyanas” muito específicas na crise brasileira, que a tornava diferente das crises financeiras anteriores.

Esta visão é também confirmada por Kregel (1999), para quem a principal semelhança das crises financeiras recentes é que elas parecem ter se originado por um processo endógeno de deterioração das condições econômicas causadas pela entrada de capital em resposta a aplicação bem sucedida de políticas internas de estabilização.

This produces sharp divergences in either interest rates or growth rates relative to the rest of the world, successful stabilization policy carries the seed of its own destruction in the form of excessive capital inflows to take advantage of the return differential. (KREGEL, 1999, p. 26)

No Brasil, a absorção do aumento maciço das entradas, e a dinâmica que este processo gerou, para Palma (2000), foram excepcionalmente condicionados por

um ambiente econômico particularmente caracterizado por elevadas e instáveis taxas de juros, e fragilidade financeira particular, que elas tendem a criar. Essas altas taxas de juros, juntamente com a maneira peculiar que o governo lidou com a inevitável fragilidade financeira interna, estiveram no centro do processo que levaram à crise de 1999 no Brasil, e à escalada do setor público num crescente "Ponzi minskiano".

Para Kregel (1999), a exposição à moeda estrangeira representa dois riscos à estabilidade, um é a taxa de juros que atrai capital externo de curto prazo e a taxa de câmbio:

In most crises the capital inflow were not only directed to government debt, but also served to found domestic lending, either intermediated through the banking system or directly by domestic firms borrowing in foreign currency terms. It was motivated by the size and persistence of existing interest rate differentials. It is important to note that this mismatches not only existed on corporate balance sheets, but also in the households sector, as the liberalization of the financial sector and the goods sector led to financial institutions offering consumer credits that had not previously available to households. (...) Large changes in exchange rates can produce rapid changes in the domestic currency value of liabilities, without any offsetting change taking place in asset values for banks or companies or households without sources of foreign earnings (KREGEL, 1999, p. 29).

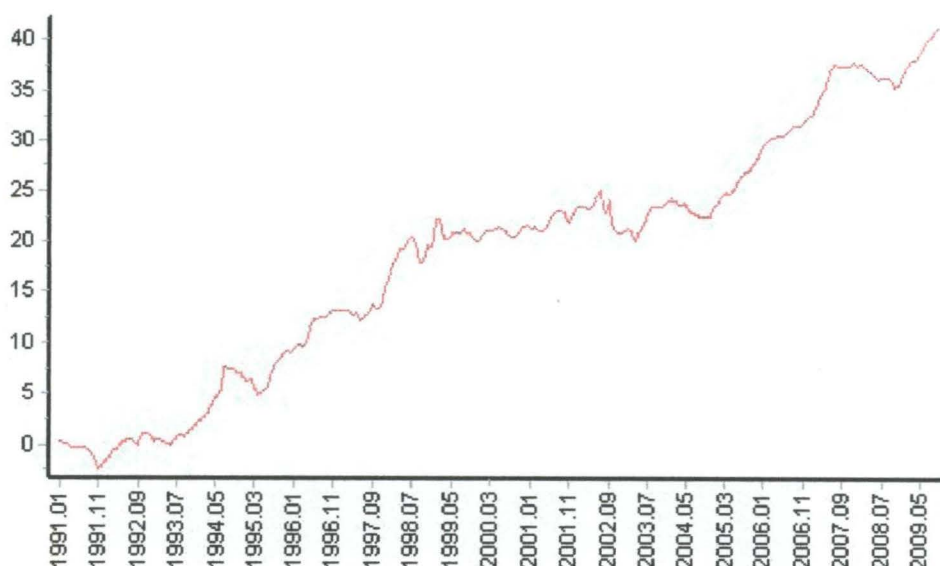
Nas palavras de Sayad (1999, p. 52), "a política de monetária insiste em elevar juros, apesar da pressão descendente sobre estes juros decorrente do fluxo de dólares. O crescimento do influxo de dólares é contrabalanceado por emissão de dívida pública a taxas altas que compõe a despesa do Tesouro Nacional".

A sobrevalorização, aliada à abertura comercial, fez com que a Balança Comercial passe, a partir de 1995, a conviver com sucessivos déficits, fato que persistiu até fins de 1999. O déficit comercial leva o governo a buscar capital externo para poder fechar o Balanço de Pagamentos, para tanto, eleva as taxas de juros internas. O influxo de capital externo determina aumento da base monetária. Para que esse aumento da base monetária não resulte em aumento do nível geral de preços, as autoridades monetárias realizam operações de esterilizações, vendendo títulos públicos, o que determinou um aumento explosivo da dívida pública interna, que era de aproximadamente R\$ 153 bilhões em 1994 e atingiu mais de R\$ 520 bilhões em fins de 1999, conforme mostrado no gráfico 1, em % PIB (ILHA & RUBIM).

A taxa de câmbio real, partindo de um nível de 100 em junho de 1994 – véspera do Plano Real, lançado em 1° de julho – tinha diminuído para um índice de 68 no auge da apreciação real do câmbio, em julho de 1996³. Mesmo que com o passar do tempo as minidesvalorizações estivessem ultrapassando a inflação – gerando uma tênue desvalorização real – o referido índice de dez/1998 era de apenas 79, indicando uma apreciação real acumulada de mais de 20% em relação ao início do Plano.

Ao optar por manter o câmbio sobrevalorizado, tudo indica que o governo de então julgou que era melhor lidar com uma situação externa difícil, mas que até então parecia contornável, do que com uma desvalorização que, na época, era vista pelos críticos da medida como um “salto escuro” (GIAMBIAGI, 2005).

GRÁFICO 1 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (% PIB)



Fonte: IPEADATA (Atualizado em set/2009)

³ Fonte: Banco Central do Brasil

3.3 A VULNERABILIDADE DOS BANCOS

Desde outubro de 1991, quando houve uma maxidesvalorização cambial, até 1998, as autoridades monetárias vinham mantendo um elevado e estável diferencial entre as taxas de juros dos títulos públicos federais em dólar e as praticadas em países desenvolvidos, em particular nos EUA. Nesse período os bancos procuraram captar recursos no exterior para repasse no mercado doméstico. Em janeiro de 1999, o Banco Central deixou de estabelecer limites sobre a flutuação da taxa de câmbio, levando a uma forte depreciação da moeda doméstica. Tais fatos suscitaram preocupações quanto à capacidade de as empresas contraírem empréstimos em moeda estrangeira nos bancos poderem cumprir suas obrigações e quanto à existência de *hedge* por parte das instituições financeiras para os créditos oferecidos e para as aplicações em títulos públicos federais, ou seja, se tais ativos do sistema financeiro estão protegidos contra uma desvalorização cambial (PUGA, 1999).

A queda das transferências inflacionárias pós-estabilização da economia tornou inevitável a profunda reestruturação do sistema financeiro brasileiro. Em um primeiro momento, os bancos procuraram se ajustar a essa nova situação aumentando fortemente as operações de crédito. Tal desempenho, porém, foi interrompido pelo aumento da inadimplência no segundo semestre de 1995. Com isso, houve significativa piora nos lucros dos bancos.

O grau de alavancagem dessas instituições, ao final de 1998, se encontrava em seu nível mais baixo se considerado o período 1994-1998 (Tabela 1). O nível de inadimplência do sistema bancário brasileiro, de 10,3% em dezembro de 1998, esteve fortemente concentrado nos bancos múltiplos e comerciais públicos federais. O ingresso de bancos estrangeiros contribuiu para dar mais solidez e eficiência ao sistema financeiro nacional, apesar do elevado grau de incerteza que havia quanto ao impacto da maior presença estrangeira no sistema financeiro nacional. Havia preocupação a respeito de quantos bancos privados nacionais resistiriam ao aumento da concorrência e, portanto, quanto a deterioração do sistema financeiro nacional provocada pela presença de bancos estrangeiros. Durante a maior parte do período, os bancos estrangeiros foram os mais eficientes. (PUGA, 1999).

TABELA 1 – INDICADORES DE ALAVANCAGEM E QUALIDADE DOS ATIVOS DOS BANCOS MÚLTIPLOS E COMERCIAIS (%)

	Jun/94	Dez/94	Jun/95	Dez/95	Jun/96	Dez/96	Jun/97	Dez/97	Jun/98	Dez/98
Alavancagem (Créditos/Patrimônio Líquido)										
Públicos Federais	3,5	5,4	7,9	6,7	2,6	5,1	4,8	4,0	4,0	4,1
Públicos Estaduais	4,7	8,6	9,4	11,3	15,1	8,9	9,5	6,2	5,5	3,3
Privados Nacionais	2,9	3,1	3,2	5,6	5,7	2,9	2,9	2,7	2,5	1,7
Estrangeiros – Filial	3,4	2,5	2,7	2,9	3,1	2,6	2,7	2,9	2,8	2,9
P.N. com Controle Estrangeiro	3,4	2,6	3,0	3,7	4,3	4,7	4,4	3,6	3,1	2,3
P.N. com Participação Estrangeira	3,0	2,1	2,0	1,9	2,4	2,7	2,6	2,7	3,0	3,2
Total de Múltiplos e Comerciais	3,4	4,0	4,4	5,8	4,7	4,1	4,1	3,2	3,1	2,5
Sistema Bancário Nacional	3,3	3,6	3,8	4,5	4,1	4,0	4,1	3,6	3,6	3,2
Qualidade dos Ativos (Créditos em Atraso e em Liquidação/Créditos Totais)										
Públicos Federais	12,5	11,0	15,6	14,3	21,5	18,3	18,5	21,5	24,2	33,2
Públicos Estaduais	1,4	2,6	4,0	5,2	5,0	5,1	4,8	9,6	10,8	17,0
Privados Nacionais	1,1	2,1	3,9	15,6	16,6	4,8	3,6	4,5	5,1	4,2
Estrangeiros – Filial	2,4	5,6	6,6	7,5	8,8	9,6	8,9	8,0	6,9	7,1
P.N. com Controle Estrangeiro	1,2	2,3	4,7	5,0	3,5	3,4	4,6	4,5	5,7	5,8
P.N. com Participação Estrangeira	1,4	2,6	3,3	5,2	5,9	4,7	4,1	3,1	4,5	6,5
Total de Múltiplos e Comerciais	4,4	4,8	7,3	11,7	13,3	7,5	6,9	9,4	11,2	14,6
Sistema Bancário Nacional	3,8	4,3	6,6	10,3	11,5	7,1	6,4	7,6	8,7	10,3
Qualidade dos Ativos (Provisões sobre Créditos em Atraso e em Liquidação/Créditos em Atraso e em Liquidação)										
Públicos Federais	10,4	18,5	37,9	77,7	119,5	117,8	150,0	148,0	132,4	90,3
Públicos Estaduais	276,4	142,0	113,3	104,9	113,6	124,0	125,3	119,6	197,9	192,0
Privados Nacionais	150,2	141,0	123,1	104,0	108,4	110,2	119,3	116,5	144,9	184,2
Estrangeiros – Filial	97,7	78,7	81,5	85,0	91,9	96,7	97,8	100,3	107,5	106,3
P.N. com Controle Estrangeiro	141,4	126,1	101,9	109,5	109,9	104,1	89,6	95,9	89,6	108,2
P.N. com Participação Estrangeira	114,2	91,9	107,0	94,6	111,0	113,9	118,5	240,3	156,6	121,3
Total de Múltiplos e Comerciais	45,3	57,8	69,0	95,9	112,8	115,7	132,4	138,2	135,5	106,8
Sistema Bancário Nacional	50,9	61,2	73,1	95,3	109,3	108,6	126,0	137,6	136,1	117,4

Fonte: SISBACEN em PUGA (1999)

De acordo com Palma (2000) as contínuas mudanças nas taxas de depósito foram, refletidas e aumentadas nos extraordinários níveis de volatilidade das taxas de juros nominal, tanto para o capital trabalho quanto para o crédito ao consumidor. Com essas taxas, e uma economia praticamente sem inflação, é pouco surpreendente que o sistema bancário teve problemas devido a não-realização de ativos.

Krugman (1998) considera que a existência de garantias implícitas do governo às obrigações dos bancos estimulou o sistema financeiro a emprestar um excessivo volume de recursos que produziu uma inflação no preço dos ativos

financeiros. Esse aumento do valor dos ativos, por sua vez, melhorou os balanços dos bancos, contribuindo para um nível maior ainda se empréstimos.

Uma das características mais interessantes da experiência do Brasil, como ressalta Palma (2000) é que ela contradiz uma das proposições fundamentais da literatura tradicional que usa "riscos morais" como a sua principal explicação para a crise financeira. Essa literatura tenta explicar, em especial a crise mexicana e da Ásia Oriental associando a interferência exógena do mercado. O que mostra o caso brasileiro é que o cenário é oposto e igualmente perigoso: as taxas de juros "artificialmente" elevadas (isto é, significativamente superior às taxas de juros internacionais mais um prêmio de risco) - e com alta volatilidade acrescentando um importante elemento de incerteza superior - pode levar facilmente à fragilidade financeira. Isto é feito através dos problemas que ele cria, tanto no sistema financeiro doméstico (principalmente devido ao baixo desempenho dos ativos bancários), e, no setor público (devido ao alto custo do serviço da sua dívida). E segue dizendo:

Of course, these problems can be compounded, as happened in Brazil, if a government chooses to create a vicious circle between the public sector fragility and the private sector one by adopting a policy of absorbing the resulting bad debt of the domestic banking system in a continuous and indiscriminate manner. In this way the Brazilian authorities not only added a crucial new 'moral hazard', but also a very costly one because then the private sector's financial fragility helped push the public sector one to levels that became unsustainable by rapidly increasing both the stock and the flows of the public debt" (PALMA, 2000, p.5).

Assim, uma das principais lições da crise financeira do Brasil é mostrar que a tradicional literatura do "risco moral" só olha para um lado da história.

3.4 O ENDIVIDAMENTO PRIVADO (EMPRESAS E FAMÍLIAS)

TABELA 2- DÍVIDA EXTERNA PRIVADA REGISTRADA

Ano	US\$ milhões
1990	9.571,0899
1991	10.945,7799
1992	16.238,0000
1993	21.073,0000
1994	32.804,0000

1995	42.145,0000
1996	59.863,0000
1997	91.555,0000
1998	128.328,6763
1999	105.891,0000
2000	106.296,0000

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim, Seção Balanço de Pagamentos (BCB Boletim/BP)

A teoria do “pecado original” (*original sin*), abordado no trabalho de Júnior (2007), argumenta que independentemente do regime cambial países emergentes sempre serão vulneráveis a choques externos. Considerando-se que o mercado financeiro internacional jamais daria empréstimos na moeda nacional, bem como o fato de que a maior parte da receita das empresas está denominada na moeda local, a consequência é que os descasamentos nos balanços sejam inevitáveis, Eichengreen e Hausmann (1999) citado pelo autor, enfatizam que a questão do pecado original estaria ligada à maneira como o mercado financeiro funciona, e não a políticas domésticas.

Conforme expõe Carneiro (2002), uma das principais consequências da abertura financeira da economia brasileira foi a ampliação da substituição monetária, ou seja, além de se ter ampliado significativamente a posse de ativos financeiro no exterior por parte dos residentes, também induziu, de forma temporária e permanente, a substituição da moeda nacional pela estrangeira em algumas operações. Os processos de substituição decorrem do *hedge*, arbitragem, ou especulação dos agentes com uma moeda estrangeira e sua intensidade indica a fragilidade da moeda local.

Seguindo sua análise, esses processos, dentro de certos limites, resultam do aumento da conversibilidade da conta de capital, vale dizer, da ampliação de ativos e passivos denominados em moeda estrangeira. Podem ser exacerbados pelo pequeno aprofundamento financeiro em moeda local, ou seja, pela existência de débito-crédito de valor e prazo significativos, o que conferia às transações financeiras domésticas uma elevada liquidez e, portanto, maior flexibilidade para a substituição monetária. Diante disto, conclui que a substituição monetária foi impulsionada pelo pequeno aprofundamento financeiro e a vulnerabilidade externa. Das formas de substituição monetária, a dívida pública indexada ao dólar é de longe a mais importante, que no Brasil teve expansão rápida alcançando patamares

elevados em 1999/2000. Essa ampliação da dívida dolarizada encontra duas razões distintas: a primeira está associada à necessidade de *hedge* dos agentes e tem caráter permanente; a segunda é circunstancial e especulativa, que aparece em momentos de crise cambial

Citando Carneiro (2004, p 305): “A necessidade de *hedge* em moeda estrangeira é um subproduto direto da abertura financeira e da ampliação dos fluxos de capitais. Ela resulta tanto da necessidade de proteção para residentes que assumiram passivos em moeda estrangeira quanto para não residentes que realizaram investimentos no país e precisam proteger seus lucros, dividendos ou rendimentos da variação cambial. Não é por outra razão que a dívida indexada ao dólar alcançou um patamar em torno de 10% do PIB e 20% da dívida pública total”.

3.5 O ENDIVIDAMENTO PÚBLICO

TABELA 3 - DÍVIDA PÚBLICA INDEXADA AO DÓLAR

	% Dívida	% PIB	% Reservas
Dez./94	8,3	2,4	33,5
Dez/95	5,3	1,6	21,7
Dez/96	9,4	3,2	41,3
Dez/97	15,4	5,3	81,6
Dez/98	21,0	8,9	166,8
Dez/99	24,2	11,4	150,3
Dez/00	21,7	11,0	183,1

Fonte: BACEN. Notas para a imprensa (2001)

Devido ao fato de grande parte da dívida pública ser indexada pela taxa over-Selic e pela taxa de câmbio, houve uma pressão sobre o endividamento público que culminou com uma forte elevação na razão dívida/PIB.

A dívida pública interna mostrou uma trajetória explosiva após o Plano Real. Seu crescimento de 20 pontos percentuais no PIB em apenas cinco anos tem paralelo apenas com o panorama da crise da dívida em 1982-1984. Há dois momentos distintos na expansão dessa dívida. De 1994-1997, a dívida interna

cresce e a dívida externa cai, ou seja, a acumulação de reservas, além de implicar crescimento da primeira, também faz cair a dívida pública externa líquida (CARNEIRO, 2002).

A prática de juros altos que acompanhou a valorização do real durante esse período teve como objetivo principal atrair capitais externos interessados numa rentabilidade superior às oferecidas no mercado internacional. Estes capitais tiveram a função de cobrir os déficits criados e aumentar as reservas brasileiras de dólares, permitindo ao país a sustentação da política adotada. As elevadas taxas de juros também visaram a contenção do crescimento econômico como forma de controlar o desequilíbrio da balança comercial causado pela política cambial e evitar pressões de demanda sobre os preços.

Porém, devido a taxa de câmbio ter se tornado sobrevalorizada houve uma deterioração no saldo de transações correntes. Dessa forma a economia tornou-se dependente de capitais externos, notadamente de curto prazo, como forma de manter as reservas internacionais em níveis elevados para proteger a estabilidade da taxa de câmbio. As instabilidades externas geradas pela crise asiática (out/97) e russa (set/1998) levaram à mudança do regime cambial e provocaram uma forte elevação da taxa de juros.

Esta política criou uma armadilha para si própria, ao alimentar o endividamento externo e interno. O aumento da dívida externa ocorreu devido ao fato de o setor privado ter sido estimulado a cobrir suas necessidades financeiras com recursos captados a taxas menores no mercado internacional. O crescimento da dívida interna pública, por sua vez, decorreu diretamente do aumento dos juros.

Após 1998, a perda contínua de reservas e, posteriormente, o endividamento junto às instituições multilaterais tiveram um impacto significativo na dívida pública líquida, explicada pela ampliação do endividamento externo junto às instituições multilaterais e o impacto da desvalorização sobre a dívida pública interna dolarizada. Na ausência de déficit primário nas contas públicas, a dívida originou-se da combinação entre taxas de juros elevadas e a esterilização da absorção de recursos financeiros do exterior. A política de esterilização implicou a emissão de dívida interna para enxugar a liquidez oriunda do superávit da conta capital, bastante superior às necessidades de financiamento corrente do balanço de pagamentos, que redundou no crescimento das reservas. O acúmulo de reservas foi uma estratégia deliberada para realizar a estabilização com âncora cambial. A sua esterilização era

essencial para evitar uma queda da taxa de juros ou uma apreciação excessiva do câmbio, que terminariam por inviabilizar a entrada de capitais (CARNEIRO, 2002).

Conforme a análise de Palma (2000), as razões para o crescimento da dívida líquida do Governo Central e Banco Central não é de todo óbvio. Como não existia "déficit primário" a ser financiado, e como este setor não teve praticamente nenhum estoque da dívida no início do Plano Real, é difícil culpar de imediato as altas taxas de juros para este extraordinário crescimento. Obviamente, a fim de se tornar "um *Ponzi*" precisa ter um significativo montante das dívidas. Esta é a questão crucial que precisa ser explicada: de onde vem este 'estoque primário' da dívida do Governo Federal e do Banco Central - onde as taxas de juros relacionadas com "*Ponzi finance*" descolaram? O autor explana que o Plano Real também adicionou indiretamente para o estoque da dívida pública por estar associada a uma série de crises bancárias, a primeira já em 1995.

O governo tomou a decisão crucial de absorver quantidades substanciais desta dívida ruim, argumentando que esta era a única forma para evitar o pânico financeiro. No entanto, esta decisão não só criou o que acabou por ser muito caro, um novo perigo "moral", mas também evitar investigações sérias destes crises bancárias, o que teria aberto uma caixa de Pandora da corrupção e gestão fraudulenta envolvendo figuras importantes do *establishment* político brasileiro.

Houve portanto, conforme explica Palma (2000) dois fenômenos cruciais do setor público "*Ponzi finance*". Primeiro, houve a violação de uma das mais importantes "regras de ouro" das finanças públicas: as taxas de juros pagas sobre a dívida pública foram sistematicamente superiores ao crescimento das receitas públicas. Segundo, cada choque externo e interno fez este problema pior. Dado os níveis ainda mais elevados de taxas de empréstimo, estes fenômenos devem ter se repetido nos setores doméstico e corporativo. Em terminologia "minskiana", tudo isso tornou as finanças do setor público em um "*Ponzi finance*"; e, inevitavelmente, agentes do setor financeiro privado de "*hedge*" em "*especulativo*", e alguns de "*especulativo*" para "*Ponzi*" - assim alimentando uma fragilidade financeira crescente nos economia brasileira.

Seguindo o que havia acontecido em circunstâncias relativamente similares no passado, especialmente no Chile (1982), México (1994), e Leste da Ásia (1997), a maioria dos observadores esperava que como resultado desta desvalorização e colapso financeiro, o Brasil entraria um período de recessão aguda, aumento da

inflação e volatilidade cambial. Na verdade, e não pela primeira vez, a economia brasileira surpreendeu porque quase o oposto aconteceu. Primeiro, na verdade, a economia registrou um crescimento pequeno no primeiro trimestre de 1999 (0,2%), em seguida, entrou em uma recessão curta e leve (-0,5% e -0,2% nos dois quartos seguintes), a repercussão rapidamente no último trimestre de 1999 (com crescimento de 3,8%). Ao todo, a economia realmente tinha uma taxa de crescimento de 1% para o ano (e esta recuperação foi ainda em curso no momento da escrita deste artigo, em meados de 2000, com a maioria das projeções de expectativa de crescimento de 4% para o ano como um todo (PALMA, 2000).

Com o grande endividamento externo do setor privado, o risco que se coloca em uma desvalorização cambial é uma deterioração patrimonial do mesmo, com o risco de crises econômicas (queda do consumo e investimento – efeito riqueza), crise financeira (falências, quebras bancárias etc.) entre outros efeitos. Entretanto, no Brasil, a questão crucial é que a mudança cambial não provocou um processo disruptivo. Por quê?

Conforme responde Gremaud *et al.* (2007) decorreu da possibilidade de *hedge* oferecida aos agentes que permitiram que estes se livrassem do risco cambial. As instituições financeiras que respondiam por algo em torno de um terço da dívida externa do setor privado, possuíam uma baixa exposição ao risco câmbio com ativos externos, que de certa forma compensavam o passivo externo. No entanto, mesmo esse setor, junto com os demais agentes, buscou formas de “*hedgear*” suas posições: mercado futuro, moeda estrangeira, e outros ativos atrelados à moeda estrangeira.

A questão fundamental era quem ofereceria *hedge* em um momento no qual todos avaliavam ser insustentável a política cambial. Novamente, a resposta foi o setor público, como já havia feito em outros momentos da história do país.

Conclui que no momento da mudança cambial, apenas uma pequena parcela da dívida externa do setor privado não estava protegida. Assim, as perdas decorrentes da desvalorização cambial concentraram-se no setor público e em alguns poucos agentes do setor privado.

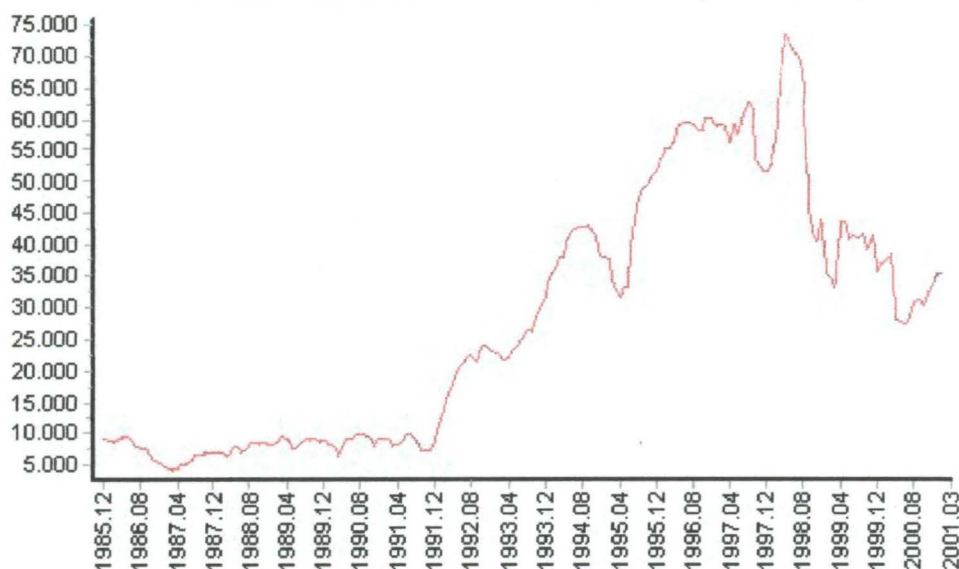
A primeira forma de atender a demanda dos agentes por proteção cambial foi a venda de moeda estrangeira. A perda de reservas entre agosto e setembro de 1998 situou-se acima dos US\$ 30 bilhões, se se tomar o valor pelo qual o governo vendeu os dólares nesse período e o valor que chegou a taxa de câmbio no início de

1999, percebe-se o enorme custo de oportunidade dessa operação e os ganhos que o governo proporcionou àqueles que adquiriram as reservas. A venda de reservas gerou uma perda da ordem de 21 bilhões de reais.

Ainda com base em Gremaud *et al.* (2007), outra forma utilizada foi a alteração na composição da dívida pública por tipo de indexador. Houve forte retração nos títulos prefixados, essa queda foi captada pelos títulos indexados ao over, que representam uma proteção mais adequada aos movimentos no mercado cambial, e pelos títulos indexados à própria taxa de câmbio, cuja participação santa de 10% em 1997, para 21% no final de 1998, um *hedge* em torno de 60 bilhões de dólares. Considerando a desvalorização da taxa de câmbio em torno de 65% em janeiro de 1999, só nesse mês o aumento da dívida pública por este componente foi da ordem de R\$ 50 bilhões. Além destes mecanismos, o governo ainda atuou no mercado futuro, vendendo dólares para atender à demanda do setor privado.

Após o Banco Central ter perdido cerca da metade de suas enormes reservas (Gráfico 2), na virada do ano de 1999, as opções abertas para o governo tornaram-se relativamente estreitas: ou continuar a defender a moeda estilo argentina, trazendo com ela uma recessão e uma crise financeira provavelmente maior em escala superior à da Argentina em 1995 (por causa do efeito potencial explosivo de uma falha da dívida pública), ou para o risco de uma desvalorização. A segunda opção foi tomada, e do governo permitiu a flutuação do Real em janeiro de 1999 (PALMA, 2000).

GRÁFICO 2 – RESERVAS INTERNACIONAIS – BRASIL 1994-1999 (US\$ milhões)



4 CONCLUSÃO

Baseando-se na teoria referente à instabilidade financeira keynesiana e pós-keynesiana de Minsky, buscou-se analisar um período de 1994-1999, considerada a primeira fase do Plano Real, que culminou em desvalorização cambial no início de 1999.

Keynes considera em sua análise a importância da formação de expectativas sob incerteza e o grau de confiança nessas expectativas a respeito da eficiência marginal do capital, que levam à decisão de curto e de longo prazo. Dessa forma, indica que o sistema é inerentemente instável, dada a forma de organização do sistema financeiro que pode facilitar ou não o comportamento instável dos agentes.

Uma vez que as posturas financeiras são planejadas em função das possibilidades de financiamento de propriedade ou de aquisição de capital, para Minsky, a causa da instabilidade financeira, que por sua vez gera os ciclos econômicos, consiste na incapacidade de honrar compromissos, causada pelo descasamento dos fluxos de receita e despesa. Isso ocorre porque as relações de longo prazo, passivos de longo prazo são financiados com dívidas de curto prazo. A não realização das expectativas pode determinar a dessincronização entre receita e gastos nos fluxos de caixa.

O período de análise é caracterizado pela dívida pública crescente, em um cenário de recente conquista do problema inflacionário. A implementação do Plano Real pressupôs a entrada de capital externo, atraído por crescentes taxas altas de juros, como forma de ancorar os preços.

Nesse ambiente o setor público assumiu uma postura "*Ponzi finance*" ao oferecer *hedge* ao setor privado, através da emissão de títulos de públicos a fim de compensar o risco de uma desvalorização cambial.

A dívida pública chegou às dimensões alcançadas por praticarem ambas as taxas de juro pagas sobre a dívida pública, superior ao crescimento das receitas públicas, e pagamentos de juros sobre as responsabilidades de esterilização (de influxos estrangeiros) maior do que as receitas dos ativos relacionados (reservas cambiais). Observa-se então a grande dessincronização entre os fluxos de receita e despesa, descrito por Minsky como determinante da instabilidade.

A economia real implodiu por causa daquelas taxas, o que afetou ainda mais o crescimento das receitas públicas. A manutenção das altas taxas de juros tornou-se permanente a fim de absorver choques externos, como um substituto para a falta de reformas do setor público e, além disso, para defender o "peg", tanto para evitar crises bancárias nacionais devido à alterações na taxa de câmbio de passivos bancários como para evitar a fuga de fundos internacionais.

Apesar do risco moral causado, em contrapartida, é importante ressaltar que foi a ação do governo em assumir o risco da dívida privada, que a desvalorização não causou impactos mais fortes sobre a economia naquele momento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CARVALHO, F.J.C. **Economia Monetária e Financeira**. 2ª. ed. rev. e atualizada, 2007

GIAMBIAGI, F. **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Org. Castro, A; Giambiagi, F.; Hermann, J. e Villela, A. Editora Campus, 2005.

GREMAUD, A. P., et al. **Economia Brasileira Contemporânea**, 6ª edição. Editora Atlas, São Paulo, 2007.

ILHA, A. S., RUBIM, L. S. **Estabilização com base no câmbio: Uma análise comparativa**. Revista Economia e desenvolvimento, n.13, agosto de 2001.

JÚNIOR, J. L. R. **O Endividamento das empresas em moeda estrangeira e o regime cambial**. Revista Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 37, nº 1. Ibmec/SP, maio de 2007.

KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Juro, do Emprego e da Moeda**. São Paulo, Ed. Nova Cultural, 1985.

KREGEL, J.A. **Was There an Alternative to the Brazilian Crisis?**. Brazilian Journal of Political Economy, vol. 19, nº3 (75), Jul-Set/1999

MINSKY, H. **Can “it” happen again: essays on instability an finance**. ME Sharpe, London, 1982.

MINSKY, H. **Stabilizing an unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MINSKY, H. **The Financial Instability Hypothesis**. Working Paper No. 74, May 1992

MINSKY, H. **Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Public Policy Implications**. Working Paper No. 127, October 1994

MOREIRA, R. R. **Relativizando o Dilema Estabilidade versus Instabilidade: Keynes, o Mainstream e o Conceito de Bifurcação em Economia**. Revista Economia (UFES), Janeiro de 2006

PALMA, G. **The Magical Realism of Brazilian Economics: How to Create a Financial Crisis by Trying to Avoid One.** Center for Economic Policy Analysis Working Paper No. 17. September, 2000.

PAULA, J. B. **Relações financeiras e flutuações na atividade econômica: Keynes, Minsky e Stiglitz,** 2003

PUGA, F. P. **A Economia Brasileira no anos 90.** Org. Giambiagi, F. e Moreira, M. M. FINAME/BNDES, 1º ed., Rio de Janeiro, 1999.

SAYAD, J. **A Política Cambial no Plano Real.** Economia Aplicada (FEA/USP), VOL. 3, n. especial, março de 1999.

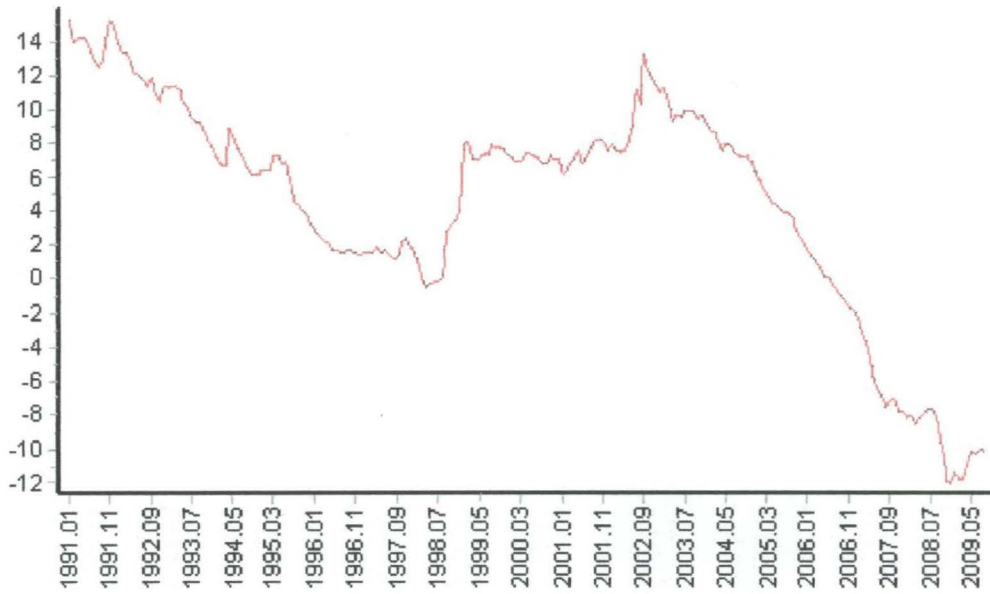
Sítio: <http://www.dieese.org.br/esp/real/crisereal.xml>. Acesso em 14/05/2009

Sítio: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em 21/11/2009

Sítio: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em 20/11/2009

ANEXOS

Gráfico - Dívida externa líquida do governo federal e Banco Central



Fonte: IPEADATA (2009)

Tabela - Vulnerabilidade dos bancos múltiplos e comerciais à desvalorização cambial

	Jun/94	Dez/94	Jun/95	Dez/95	Jun/96	Dez/96	Jun/97	Dez/97	Jun/98	Dez/98
Obrigações Externas/Passivo										
	(Em %)									
Públicos Federais	9,5	10,0	10,1	7,1	7,6	8,1	7,3	5,5	6,3	6,2
Públicos Estaduais	5,7	3,1	2,7	2,3	2,1	2,0	1,9	0,8	0,5	0,6
Privados Nacionais	11,9	10,3	10,2	11,7	10,1	12,8	11,0	12,3	11,8	9,0
Estrangeiros – Filial	24,6	24,1	26,2	32,1	26,4	35,6	28,0	36,9	45,6	47,7
P.N. com Controle Estrangeiro	28,0	20,9	23,4	22,8	21,2	21,1	15,2	18,8	21,0	17,6
P.N. com Participação Estrangeira	18,6	18,1	18,2	18,2	19,3	20,8	14,6	17,5	18,3	17,4
Total de Múltiplos e Comerciais	12,7	10,3	10,1	10,4	10,1	11,2	9,5	11,2	12,7	11,2
Sistema Bancário Nacional	10,5	8,1	8,3	8,3	8,2	9,0	7,8	9,1	10,5	9,7
Obrigações Externas/Patrimônio Líquido										
Públicos Federais	1,0	1,1	1,5	0,9	0,4	1,0	1,1	0,9	0,9	0,8
Públicos Estaduais	0,6	0,6	0,7	0,7	0,9	0,5	0,5	0,2	0,1	0,1
Privados Nacionais	1,2	0,8	0,9	1,7	1,9	1,2	1,1	1,1	1,2	0,6
Estrangeiros – Filial	4,7	2,4	2,7	3,7	4,2	3,4	3,6	4,7	6,3	5,1
P.N. com Controle Estrangeiro	3,2	1,5	1,8	2,5	2,9	2,7	2,1	2,2	2,8	1,5
P.N. com Participação Estrangeira	2,4	1,5	1,5	1,7	2,0	1,9	1,5	1,6	2,1	1,7
Total de Múltiplos e Comerciais	1,3	1,0	1,2	1,6	1,4	1,3	1,2	1,3	1,6	1,0
Sistema Bancário Nacional	1,0	0,7	0,8	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,3	1,0
Obrigações Externas Líquidas/Patrimônio Líquido										
Públicos Federais	0,5	0,5	0,8	0,7	0,3	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6
Públicos Estaduais	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Privados Nacionais	0,9	0,6	0,7	1,3	1,2	0,9	0,9	0,9	1,0	0,6
Estrangeiros – Filial	4,3	1,9	2,2	3,2	3,3	2,6	3,4	4,4	6,2	4,8
P.N. com Controle Estrangeiro	2,7	1,3	1,6	2,3	2,6	2,5	1,8	2,0	2,6	1,4
P.N. com Participação Estrangeira	2,0	1,0	1,1	1,2	1,5	1,5	1,3	1,5	1,9	1,6
Total de Múltiplos e Comerciais	1,0	0,7	0,8	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,4	0,9
Sistema Bancário Nacional	0,7	0,5	0,6	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	0,9

Fonte dos dados brutos: Sisbacen em PUGA (199)