

## SETOR EXTERNO E ECONOMIA INTERNACIONAL

### O crescimento recente da economia brasileira no médio prazo e a restrição externa

Luciano Nakabashi\*

João Basílio Pereima Neto\*\*

**RESUMO** - Apesar da melhora nas contas externas e da expansão da economia brasileira nos últimos anos, seria um erro concluir que essa restrição deixou de ser relevante na determinação da taxa de crescimento de médio prazo. A manutenção do real valorizado por um período considerável de tempo está levando à deterioração de outros indicadores externos que podem prejudicar o crescimento da economia. Ou seja, os gestores de política econômica precisam estar atentos para que o crescimento econômico não traga consigo suas próprias amarras. Desse modo, o presente artigo busca analisar as conseqüências desse processo sobre algumas variáveis relevantes que podem afetar o dinamismo da economia brasileira no médio prazo.

Palavras-chave: Restrição externa. Crescimento no médio prazo. Taxa de câmbio.

## 1 INTRODUÇÃO

O histórico recente da dívida externa brasileira remonta a dois períodos de industrialização acelerada induzida pelo Estado: os anos 1956-61, do governo Juscelino Kubitschek (JK), e os anos 1968-80, da ditadura militar. Em ambos os casos, o financiamento dos investimentos ocorreu, predominantemente, com endividamento externo. Durante o ciclo JK, o país e a dívida externa cresceram em média 8,2% a.a. e a 10,2% a.a., respectivamente. No ciclo militar, as mesmas taxas foram de 8,9% a.a. e 56,7% a.a., respectivamente.

Esses períodos de alto crescimento com endividamento externo foram sucedidos por recessões. A dívida externa teve um papel crucial na estagnação dos anos 80 e 90. As taxas de crescimento nessas duas décadas foram medíocres, ainda mais se comparadas à média dos 50 anos anteriores.

A relação entre crescimento econômico e dívida externa tem como base teórica a abordagem pós-keynesiana que enfatiza o papel da demanda através da utilização do modelo

---

\* Doutor em economia, professor do Departamento de Economia da UFPR e coordenador do Boletim de Economia & Tecnologia.

\*\* Doutorando em Desenvolvimento Econômico e professor do Departamento de Economia da UFPR.

desenvolvido por Thirlwall (1979), em que as restrições externas ao crescimento possuem um papel fundamental neste processo. Nesse modelo, as elasticidades renda das importações e das exportações são elementos chaves para um bom desempenho econômico de longo prazo (MCCOMBIE E ROBERTS, 2002).

Posteriormente, o modelo foi estendido por Thirlwall e Hussain (1982) para incluir fluxos de capital. Moreno-Brid (1998) traz avanços adicionais ao introduzir uma restrição que limita o crescimento do déficit em conta corrente como proporção da renda doméstica. O país tem que manter certa proporção entre as duas variáveis de modo a obter um crescimento sustentável no longo prazo. McCombie e Thirlwall (1997) fazem avanços similares no sentido de introduzir uma restrição para que a razão entre os déficits comerciais e a renda seja constante. No entanto, Barbosa-Filho (2002) mostra que esta condição não é suficiente para impedir uma elevação da dívida externa em níveis que não sejam sustentáveis, pois mesmo com uma razão constante entre déficit em conta corrente e renda doméstica, a trajetória do crescimento da dívida pode chegar a níveis que geram crises de confiança de modo a tornar insustentável o padrão atual de crescimento. O autor inclui na análise, de forma explícita, o pagamento de juros e a dinâmica da dívida externa para contornar o problema.

De fato, existem boas razões para que se acredite na validade da suposição de que o desempenho das importações e exportações possa ter um papel crucial no crescimento de uma determinada economia e/ou como uma restrição ao crescimento, pois déficits em conta corrente, restringindo o crescimento econômico, parecem ser um problema de grande importância por, pelo menos, três motivos: 1) efeitos sobre os setores diretamente afetados pelo aumento das importações e/ou queda das exportações; 2) nenhum país pode crescer mais rápido que a taxa de crescimento com equilíbrio no BP, pelo menos no longo prazo, pois um déficit crescente na conta corrente financiado através da conta capital aumentaria o risco de desvalorizações cambiais até o ponto em que não valeria mais a pena investir em tal região ou país e este teria que se ajustar à nova situação através de medidas recessivas (espontâneas ou forçadas); e 3) um déficit crescente em conta corrente levaria o país ou região a praticar taxas de juros mais elevadas para atrair fluxos de capital, estimulando a parte financeira em prejuízo da parte real da economia.

A essência do modelo é que o país deve manter o saldo do BP em equilíbrio, no longo prazo, pois um país não pode se endividar continuamente sem nunca ter que pagar sua

dívida<sup>9</sup>. Como o montante de importações depende da demanda do país, que por sua vez é uma função da renda doméstica, caso o país tenha um déficit na balança comercial chegará um momento em que ele deverá reduzir seu crescimento, elevar o montante de bens e serviços exportados para inverter o déficit ou reduzir a elasticidade renda das importações para pagar a dívida existente.

Desse modo, os países até podem crescer, no curto e médio prazo, a taxas mais elevadas do que aquela imposta pela restrição externa. No entanto, terão que reduzir o crescimento futuro em um esforço de geração de superávits comercial para o pagamento da dívida gerada nesse momento.

## 2 ANÁLISE DOS DADOS

Os argumentos teóricos listados na seção anterior indicam que o crescimento com poupança externa, principalmente nos anos 70, além da mudança da liquidez internacional no começo dos anos 80, levou a um período de baixo crescimento da economia brasileira por quase duas décadas e meia. A economia do país teve que se ajustar e gerar divisas para pagar a dívida acumulada no período anterior.

No entanto, seria relevante falar de restrição externa ao crescimento em um momento no qual o país passa por um período de elevada entrada de divisas tanto pela balança comercial quanto pela conta capital?

O saldo líquido positivo de entrada de divisas na economia brasileira se deve a três fatores:

1) Em grande medida pelo superávit comercial – fonte importante de dólares que pressionam pela valorização do real – que é o resultado do processo de expansão da economia mundial e do ciclo de valorização dos insumos em nível internacional e da desvalorização cambial ocorrida após 1999 até 2004.

2) Da melhoria nos indicadores macroeconômicos, pois estimulam a entrada de investimento estrangeiro direto (IED).

3) Da taxa de juros, a maior taxa básica real do mundo. Ao manter o diferencial de juros elevados, o Banco Central atrai investimentos em carteira em renda fixa e variável de curto prazo, pressionando ainda mais o mercado de câmbio.

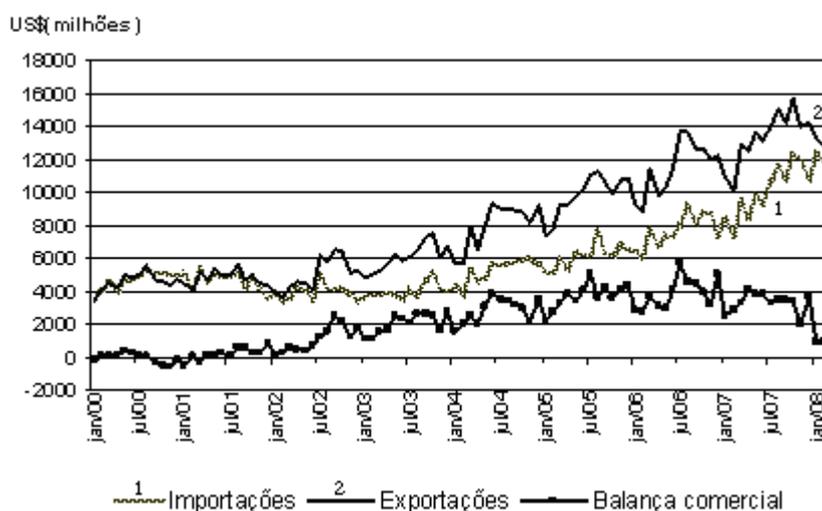
---

<sup>9</sup> Na verdade, um país até pode se endividar continuamente sem nunca ter que pagar a dívida acumulada, mas essa situação só é sustentável caso haja um crescimento da economia de modo a não elevar a relação dívida/PIB além de um determinado limite.

Em relação ao primeiro motivo mencionado, o intenso ritmo de crescimento da economia norte-americana e da Ásia, com destaque para a China, tem garantido a manutenção de patamares elevados de demanda por insumos básicos, elevando o preço das *commodities* em nível internacional (FIESP, 2006).

Pelo gráfico 1 é notável o bom desempenho do setor exportador, principalmente a partir de 2002.

GRÁFICO 1 – IMPORTAÇÕES, EXPORTAÇÕES E BALANÇA COMERCIAL – 01/2000 A 02/2008



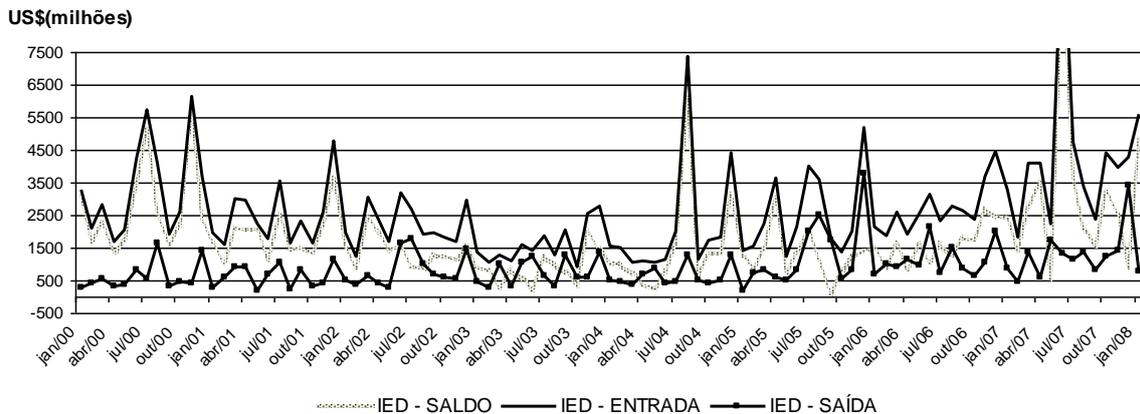
FONTE: Elaboração própria a partir de dados do Boletim do Banco Central do Brasil.

NOTA: Importações (FOB) - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP, Exportações (FOB) - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP e Balança comercial (FOB) - saldo - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP.

Desse modo, a relação de causalidade entre câmbio e saldo da balança comercial brasileira depende do bom desempenho do segmento exportador de *commodities* e produtos industriais básicos para a valorização cambial. Isso explica o fato do saldo da balança comercial continuar favorável apesar do processo de valorização cambial.

O saldo na conta de investimento estrangeiro direto (IED) tem sido positivo desde 2000. No entanto, ganhou importância a partir de 2004, sendo outra importante via de elevação da oferta de divisas, como pode ser visto no gráfico 2.

GRÁFICO 2 – INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO – 01/2000 A 01/2008

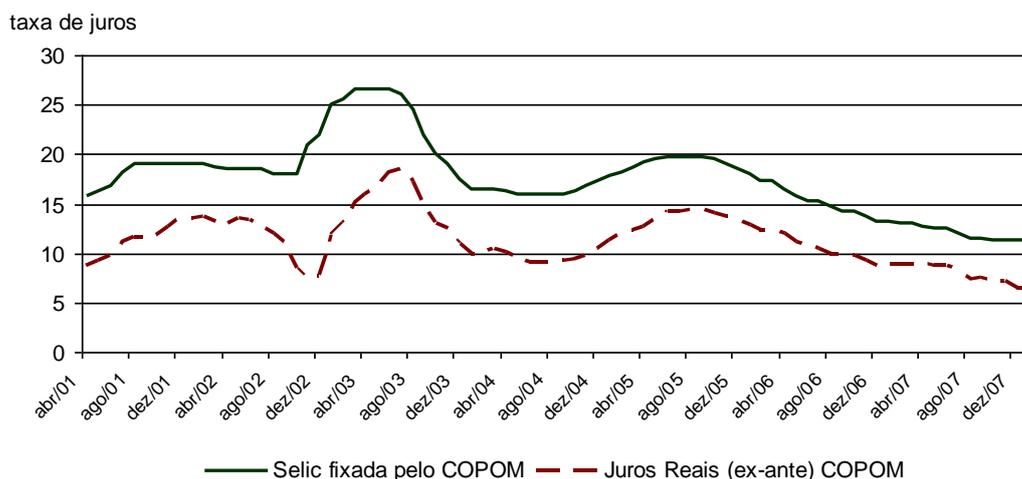


FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil

NOTA: IED SALDO é a conta financeira - investimentos diretos - estrangeiro no país - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP, IED ENTRADA: investimentos diretos - estrangeiro no país - ingressos - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP e IED SAÍDA: investimentos diretos - estrangeiro no país - saídas - US\$ (milhões). Todas as séries seguem a metodologia do Manual do Balanço de Pagamentos do FMI.

Na década de 90 e no começo dos anos 2000, a taxa de juros foi um importante instrumento utilizado para conter fuga de capitais em períodos de crise. O último episódio se iniciou no final de 2002 e a taxa real de juros chegou a ficar acima dos 18%<sup>10</sup>, em meados de 2003, como podemos ver na Gráfico 3. Assim, devido a recorrentes crises no balanço de pagamentos, os formuladores de política monetária se sentiram obrigados a manter os juros em patamares elevados.

GRÁFICO 3 – TAXAS DE JUROS NOMINAIS E REAIS – 04/2001 A 01/2008



FONTE: elaboração própria a partir dos dados do Boletim do Banco Central do Brasil

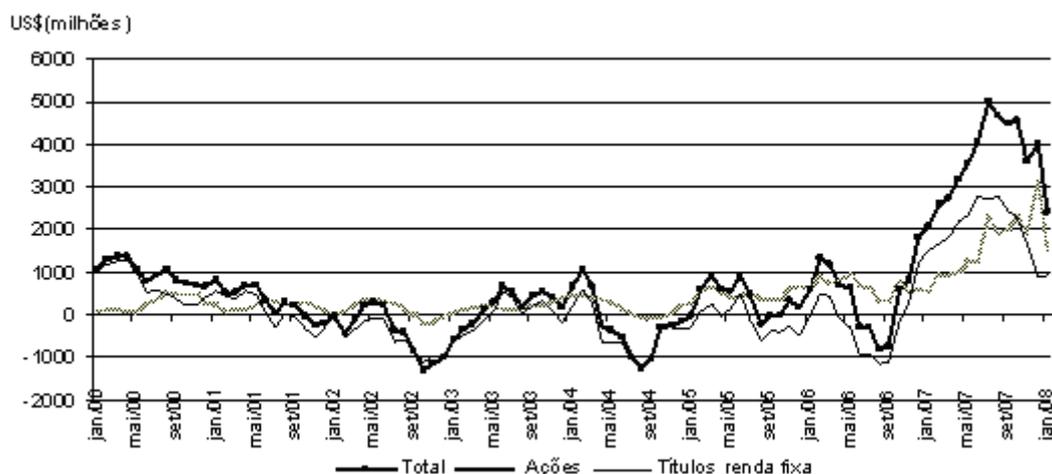
NOTA: a primeira série (taxa de juros nominal) é a taxa de juros - Selic - fixada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) e a segunda (taxa de juros reais) é a primeira série descontada pela expectativa média de inflação - IPCA - taxa acumulada para os próximos doze meses.

<sup>10</sup> Selic fixada pelo COPOM descontada pela expectativa de inflação dos próximos 12 meses (ambas do Banco Central do Brasil).

Mesmo com a queda das taxas de juros real e nominal a partir de meados de 2005, o Brasil voltou a ter a taxa de juros real mais elevada do mundo. De acordo com cálculos da UpTrend Consultoria, em segundo lugar fica a Turquia com 6,69% a.a., Austrália, 4,89% a.a. e México 4,18% a.a., na quarta posição (ver informativo de março/2008 do Boletim de Economia & Tecnologia).

O resultado é uma grande quantidade de entrada de capitais estrangeiros para investimento em títulos públicos, a partir de 2007, como se pode ver pelo gráfico 4, pois são títulos com baixo risco e com uma taxa de juros elevada, além das expectativas em relação ao câmbio serem de estabilidade ou de maior valorização.

GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DA CONTA FINANCEIRA: INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA – MÉDIA MOVEL - 01/2000 - 01/2008



FONTE: Elaboração própria a partir dos dados do Boletim do Banco Central do Brasil  
 NOTA: Metodologia do Manual do Balanço de Pagamentos do FMI (5ª ed., 1993).

Assim, o cenário externo da economia brasileira indica que não há problemas de falta de divisas. A conjuntura atual revela que a economia passa por um período de elevada abundância de divisas e não seria de se esperar, portanto, que a restrição externa fosse um problema ao seu crescimento. Adicionalmente, no início do ano, o país passou da situação de devedor externo para credor externo líquido, ou seja, o valor das reservas internacionais superou o valor da dívida externa pública e privada.

Entretanto, ao se analisar os dados do Banco Central do Brasil para o ano de 2007, nota-se que ocorreu uma queda no saldo da balança comercial brasileira, reduzindo consideravelmente o saldo na conta corrente. Adicionalmente, como visto anteriormente, o crescimento da entrada de divisas, ou seja, de moedas estrangeiras, ocorreu principalmente pela conta capital.

O aumento mais relevante da entrada de divisas via conta capital foi em renda fixa, que cresceu 735,7%, em 2007 (Gráfico 4). Essa elevação é reflexo da política monetária de juros elevados, que possibilita aos agentes montar operações especulativas tomando recursos baratos no sistema financeiro internacional para comprar títulos da dívida interna brasileira. Ou seja, ficamos mais dependentes de capitais voláteis.

Adicionalmente, em janeiro de 2008, foi registrado um déficit em conta corrente de US\$ 4,332 bilhões, sendo o mais alto desde outubro de 1998. A queda no saldo da balança comercial teve um grande papel na geração do déficit. Como visto no gráfico 1, no começo de 2008 (Janeiro e Fevereiro), o saldo na balança comercial está próximo de se tornar negativo. Com a sobrevalorização do câmbio isso irá ocorrer no curtíssimo prazo. Assim, a economia brasileira volta a crescer a partir da utilização de poupança externa, o que prejudica a sustentabilidade do crescimento no médio prazo.

Esse déficit em conta corrente ainda não leva à reversão da situação da economia brasileira de credor externo líquido, pois a entrada de divisas via investimento estrangeiro direto é suficiente para cobri-lo. No entanto, isso revela uma situação preocupante: quando se considera um indicador mais amplo das transações externas, o passivo externo líquido, que também inclui os investimentos estrangeiros, constata-se uma elevação de quase US\$ 200 bilhões entre 2004 e 2007.

Esse aumento do passivo externo leva a uma maior saída de divisas através do pagamento de lucros e dividendos das multinacionais. Enquanto o pagamento previsto de juros da dívida externa para 2008 é de US\$ 4,5 bilhões, a remessa prevista de lucros e dividendo, para o mesmo ano, chega a US\$ 20 bilhões, o que tende a deteriorar a situação das contas externas.

### **3 CONCLUSÃO**

Apesar da melhora nas contas externas, não se pode negligenciar a deterioração em outros indicadores externos que podem prejudicar o crescimento da economia no médio prazo. Ou seja, os gestores de política econômica precisam estar atentos para que o crescimento econômico não traga consigo suas próprias amarras.

## REFERÊNCIAS

BARBOSA-FILHO, N.H. **The Balance of Payments Constraint: From Balanced Trade to Sustainable Debt.** Center for Economic Policy Analysis Working Paper, 2001,06: 1-24, 2002.

ECONOMIA & TECNOLOGIA. **Informativo Mensal do Grupo de Estudos da equipe do boletim de Economia & Tecnologia**, março/2008. Disponível em: <http://www.boletimdeconjuntura.ufpr.br/>. Acesso em: 17/3/2008.

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DE SÃO PAULO (FIESP). (2006). **Desempenho das exportações, até quando vai o crescimento?** Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos – DEPECON, 20/09/2006.

MCCOMBIE, J.S.L., ROBERTS, M. **The Role of the Balance of Payments in Economic Growth.** In: *The Economics of Demand Led Growth, Challenging the Supply-Side Vision of the Long-Run.* Edited by Setterfield, M, p. 87-114, 2002.

MCCOMBIE, J.S.L., THIRLWALL, A.P. **Economic Growth and the Balance of Payments Revisited.** In: Arestis, P., Palma, G., Sawyer, M. (eds). *Markets, Unemployment and Economic Policy: Essays in Honour of Geoffrey Harcourt.* Vol.2, London, Routledge: 498-511, 1997.

MORENO-BRID, J.C. **On Capital Flows and the Balance-of-Payments-Constraint Growth Model.** *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(2): 283-298, 1998.

THIRLWALL, A.P. **The Balance of Payments Constraint as a Explanation of International Growth Rate Differences.** *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n° 128, March, 1979.

THIRLWALL, A.P., HUSSAIN, M.N. **The Balance of Payments Constraint, Capital Flows and Growth Rate Differences Between Developing Countries.** *Oxford Economic Papers*, 10: 498-509, 1982.