

Macroeconomia

Restrição externa: a economia brasileira na década recente e o modelo de Thirlwall

*José Alderir da Silva**

*André Luís Cabral de Lourenço***

Resumo: A proposta deste *paper* é analisar a restrição externa na economia brasileira durante a década de 2000 sob a visão do modelo de Thirlwall, em especial, a partir de 2002. A restrição de balanço de pagamentos é característica marcante na história da economia brasileira, sobretudo em virtude do baixo grau tecnológico das exportações. Portanto, será que o crescimento significativo apresentado na economia brasileira nos anos 2000 em relação aos anos 90, principalmente na segunda metade da década, foi acompanhado pelo rompimento da restrição externa ao crescimento? Apesar da considerável melhora nos indicadores externos, o Brasil não rompeu com a restrição externa, sendo o teto do crescimento da economia brasileira. Esta não se manifestou de forma mais intensa, devido ao crescimento econômico da China continuar aumentando as exportações brasileiras e, mais recentemente devido a melhora de alguns indicadores macroeconômicos, que tornou o país mais atraente para os capitais financeiros em meio a crise na Europa e, portanto, financiando o déficit em transações correntes no balanço de pagamentos. A metodologia de análise deste trabalho se concentra na análise de dados dentro do contexto histórico.

Palavras-chave: Restrição externa, Modelo de Thirlwall, passivo externo líquido.

Classificação JEL: E65; E66; B50.

* Mestre em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN). Professor do Departamento de Economia da UFRN. E-mail: josealderir16@hotmail.com

** Doutor em Economia da Indústria e da Tecnologia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Professor do Departamento de Economia da UFRN. E-mail: andre-lourenco@uol.com.br

Restriction External: The Brazilian Economy in Recent Decade and Thirlwall's Model.

***Abstract:** The purpose of this paper is to analyze economic growth occurred in the Brazilian economy in the 2000s, especially after 2002, with a view of the heterodox model of Thirlwall. The balance of payments constraint is hallmark in the history of the Brazilian economy, especially due to the low technological level of exports. Therefore, it appears that the significant growth in the Brazilian economy in 2000 compared to 90 years, especially in the second half of the decade was accompanied by disruption of the external constraint on growth? Despite the considerable improvement in external indicators, Brazil has not broken with the external constraint, this is still the roof of the Brazilian economy. This was not manifested more intensely due to China's economic growth to continue increasing Brazilian and more recently due to improvement in some macroeconomic indicators exports, which became the country has become more attractive to financial capital amid the crisis in Europe and thus financing the current account deficit in the balance of payments. The methodology of this work focuses on the analysis of data within the historical context.*

***Keywords:** External Accounts, Model Thirlwall, Economic Growth.*

***JEL Classification:** E65; E66; B50.*

1 Introdução

A proposta deste *paper* é analisar o crescimento econômico ocorrido na economia brasileira nos anos 2000, em especial, a partir de 2002, numa perspectiva heterodoxa do modelo de Thirlwall. A restrição de balanço de pagamentos é característica marcante na história da economia brasileira, sobretudo em virtude do baixo grau tecnológico das exportações. Portanto, será que o crescimento significativo apresentado na economia brasileira nos anos 2000 em relação aos anos 90, principalmente na segunda metade da década, foi acompanhado pelo rompimento da restrição externa ao crescimento? Apesar da considerável melhora nos indicadores externos, o Brasil não rompeu com a restrição externa, esta continua presente na economia brasileira.

Tais restrições não se manifestaram de forma mais intensa, devido ao crescimento econômico da China continuar aumentando as exportações brasileiras e, mais recentemente devido a melhora de alguns indicadores macroeconômicos que tornou o país mais rentável para os capitais financeiros em meio a crise na Europa e, portanto, financiando o déficit em transações correntes no resultado global do balanço de pagamentos.

Os anos 90 na economia brasileira foram marcados por sucessivas crises internacionais que provocaram consequentes expectativas de desvalorizações cambiais gerando a fuga dos capitais financeiros em direção a países mais

seguros e, portanto, deteriorando as contas externas.

Segundo Batista Jr. (2002), a vulnerabilidade da posição externa da economia brasileira nesse período decorre basicamente de três fatores: o elevado déficit em conta corrente, a excessiva abertura da conta de capitais e a insuficiência das reservas internacionais do país.

Depois de sucessivas crises financeiras internacionais (México (1995); Ásia (1997); Rússia (1998)) a política macroeconômica realizada no país desde o Plano Real tornou-se insustentável, então em janeiro de 1999 o governo resolve fazer o que vinha tentando evitar, a desvalorização da moeda brasileira¹. Era o fim, depois de quatro anos e meio, da âncora cambial. No dia 15 de janeiro de 1999, o governo decide deixar a taxa de câmbio flutuar de acordo com a interação dos agentes financeiros. Surgiu então, o que se passou a chamar de tripé de política econômica, baseado em três instrumentos principais: câmbio flutuante “sujo” (ou administrado), metas de inflação e metas de superávit primário.

Os efeitos da desvalorização do Real sobre a balança comercial só ocorrem no ano 2000. Nesse ano, impulsionado também pela queda da taxa real de juros que aumentou a saída de capitais, a taxa de câmbio se desvaloriza elevando a taxa de crescimento das exportações e, conseqüentemente, da demanda agregada, reduzindo a taxa de desemprego e elevando a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), 4,3% nesse ano. Por sua vez, esse crescimento mais elevado do PIB aumentou a taxa de crescimento das importações reduzindo o saldo da balança comercial. Portanto, devido a problemas estruturais na economia brasileira, à medida que a economia cresce, ocorre a deterioração do saldo da balança comercial, sobretudo, causada pela alta elasticidade-renda das importações e pela baixa elasticidade-renda das exportações brasileiras (Carvalho, 2007).

Quando a economia consegue crescer um pouco, o crescimento logo é contido pelo rápido aumento das importações em relação às exportações, deteriorando o saldo da balança comercial, provocando a saída de capitais e reduzindo as reservas internacionais. Assim, o crescimento da economia fica limitado pelo seu balanço de pagamentos, conforme apresentado no modelo de Thirlwall (vide próxima seção).

Entretanto, esse não era o único problema da economia brasileira, depois da recuperação de sua economia em 1993, os Estados Unidos (EUA) voltam a desacelerar em 2000, afetando as exportações brasileiras. Estas também foram prejudicadas, em 2001, pelo aumento do protecionismo dos países ricos e do risco de *default* argentino. Ademais, havia a preocupação com o aumento do Passivo Externo Líquido (PEL), que saltou de US\$ 220 bilhões em dezembro de 1995 para US\$ 387 bilhões em dezembro de 2000, sendo mais um fator limitante do crescimento da economia. Diante de uma recessão mundial, a fuga de capitais gerou uma forte desvalorização do real em 2001, o que contribuiu para manter o nível de crescimento das exportações, gerando o primeiro superávit comercial da gestão Fernando Henrique Cardoso (FHC), US\$ 2,65 bilhões. No entanto, esse superávit se deve mais à queda das importações do que propriamente ao

1 O objetivo dessa desvalorização era reverter o saldo da balança comercial.

crescimento das exportações².

Não obstante, a deterioração das contas públicas já havia atingido níveis extremamente altos, no final de 2001, chegara a R\$ 1,2 trilhão, ou seja, 51% do PIB. A dificuldade nas contas externas levou o governo a firmar um novo acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). O qual passou a impor metas para o superávit primário, caracterizando um novo aperto fiscal. Mesmo assim, os investidores continuaram se evadindo do país, provocando a desvalorização da taxa de câmbio que em outubro de 2002 chegou a R\$/US\$ 3,81. Fato que não se deve apenas aos resultados da conta corrente, mas devido ao que o presidente do Banco Central, Armínio Fraga, denominou de efeito Lula³. Contudo, esta desvalorização também se deve a queda drástica da taxa de juros⁴ num momento em que a taxa de inflação estava crescendo, o que contribuiu para o agravamento da fuga de capitais. Portanto, o efeito Lula (a desvalorização) também se deve, em parte, a essa queda da taxa de juros realizada pelo Banco Central meses antes das eleições presidenciais (uma tentativa de eleger o candidato do governo a qualquer custo).

Essa forte desvalorização cambial e o início do efeito-China sobre os preços e o *quantum* das matérias-primas provocaram uma queda do déficit em transações correntes de aproximadamente US\$ 16 bilhões entre 2001-2002. Nesse período, a balança comercial atinge o superávit de US\$ 13 bilhões, sobretudo, devido à desvalorização do Real que tornou as importações mais caras e pela recessão da economia brasileira (PIB cresceu 1,3% em 2001 e 2,2% em 2002) que reduziu as importações em 12%.

Com dificuldades de conter a desvalorização do Real, o governo fechou o terceiro acordo com FMI em agosto de 2002, que exigiu metas de superávits primários superiores a 3,75% do PIB. Mas, nada disso conseguiu acalmar os “ânimos” dos mercados, apenas depois da eleição de Lula e de seu comprometimento em não mudar a política macroeconômica de forma brusca, dando sinais efetivos nos primeiros meses de governo que realmente iria cumprir o estabelecido com o Fundo e os investidores, é que isto veio a ocorrer.

Portanto, o crescimento no ano de 2000 não passou de um período curto provocado pela desvalorização do Real. Na verdade o crescimento médio do PIB durante toda a era FHC não passou de 2,3% ao ano, enquanto a renda *per capita* cresceu 0,95%, sobretudo, devido ao baixo crescimento da população no período, 1,36%.

Assim, os problemas externos que o governo seguinte havia de se preocupar eram: 1) aumentar a credibilidade do governo; 2) reduzir o Passivo Externo Líquido; 3) reestruturar o setor exportador para reduzir a dependência externa; 4) aumentar o volume de reservas internacionais.

Em suma, o governo Lula alcançou o primeiro e o último dos quatro

2 O crescimento das exportações caiu de aproximadamente 12% em 2000 para 10% em 2001, enquanto crescimento das importações caiu de aproximadamente 10% em 2000 para 1,5% em 2001.

3 Uma observação mais crítica, certamente, encontra outros motivos para essa debandada de capitais, como: os elevados PEL e encargos da dívida pública. Além disso, o clima político não permitia vender empresas consideradas patrimônio público, como a Petrobrás, Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal.

4 A taxa de juros real anualizada estava em 15% em maio de 2002, em novembro ela estava em 15% negativo (Ipeadata, 2012).

problemas listados. O passivo externo líquido continua crescendo e a pauta de exportação continua dependente das *commodities* e do crescimento do resto do mundo.

Este trabalho divide-se em mais três seções além desta introdução e da conclusão. Na primeira seção é exposto o modelo de Thirlwall. E na segunda é feita a análise da evolução dos fatores externos: balanço de pagamentos; saldo em transações correntes; a conta de capital e financeira. E por fim, na terceira seção são analisados os indicadores de liquidez e sustentabilidade das contas externas.

2 O Crescimento Limitado pelo Balanço de Pagamentos (Thirlwall, 1979)

As teorias heterodoxas do crescimento, ao contrário da ortodoxia, utilizam uma abordagem keynesiana orientada para a demanda (*demand driven*), e argumentam que as restrições de demanda costumam ocorrer antes que as restrições da oferta possam se manifestar.

O modelo de Solow apresenta algumas limitações apontadas pela heterodoxia, além da orientação excessiva para o lado da oferta. A disponibilidade da mão-de-obra é tratada de forma exógena, não respondendo a pressões de demanda existentes na economia, sendo causa permanente de limitação do crescimento. Os modelos heterodoxos não consideram a disponibilidade de mão de obra como recurso que limita o crescimento de forma permanente, portanto, o crescimento da taxa natural é tratado endogenamente.

Outra limitação aparece na forma como os vários setores da economia são tratados, como se todos fossem iguais, não considerando nenhum setor específico mais relevante que outro para o crescimento. Kaldor (1967 *apud* Thirlwall, 2005) aponta claramente a importância de uma abordagem setorial para o processo de crescimento e desenvolvimento, diferenciando as atividades com retornos crescentes (associadas à indústria) e as atividades com retornos decrescentes (associadas à agricultura e mineração). A segunda Lei de Kaldor ou Lei de Verdoorn mostra forte relação da produção do setor industrial com o aumento da produtividade desse setor, devido aos retornos estáticos e dinâmicos de escala, pois, à medida que os ganhos de escala são incorporados pela acumulação do capital e à medida que os trabalhadores absorvem esse conhecimento novo (processo do aprender fazendo), a produtividade do trabalho tenderia a aumentar.

A restrição externa é o principal obstáculo à expansão da demanda para uma economia aberta, nenhum país pode crescer além do nível determinado pelo seu balanço de pagamentos. Mesmo com o financiamento de seus déficits, este irá crescer tanto, ao ponto que o país não consegue contrair mais empréstimos para financiá-los, portanto, em algum momento o país terá que reduzir seu crescimento, mesmo que ainda tenha capacidade e mão-de-obra excedentes. Isto é, o crescimento da economia é restringido pelo balanço de pagamentos antes

que as restrições de capital e de mão de obra ocorram⁵.

Dessa forma, existe uma taxa de crescimento compatível com o saldo do balanço de pagamentos, que possibilita ao país crescer sem restrições externas. Assim, para obter esta taxa, primeiro, será feita uma análise apenas com o Saldo em Transações Correntes (STC). Logo depois será introduzido no modelo a conta de capitais.

Inicialmente, partindo de uma situação de equilíbrio do balanço de pagamentos na conta corrente, a economia pode crescer sem desequilibrá-la quando o saldo em transações correntes for maior ou igual a zero, ou seja $STC \geq 0$. Em outras palavras:

$$PX \geq eP^*M \quad (1)$$

onde P é o índice de preços das exportações em moeda nacional (índice de preços doméstico), X é a quantidade exportada, “ e ” é a taxa de câmbio nominal, P^* é o índice de preço das importações em moeda estrangeira (índice geral de preços externos), e M é a quantidade importada. Considerando a equação acima como taxas de crescimento:

$$\pi + \hat{X} \geq \hat{e} + \pi^* + \hat{M} \quad (2)$$

onde π é a taxa de crescimento dos preços das exportações (= inflação doméstica), \hat{X} é taxa de crescimento das quantidades exportadas, “ \hat{e} ” é a taxa de variação do câmbio nominal, π^* é a taxa de crescimento dos preços das importações em moeda estrangeira (= inflação externa), e \hat{M} é a taxa de crescimento das quantidades importadas. A taxa de crescimento das exportações é dada por:

$$\hat{X} = -\eta(\hat{e} + \pi^* - \pi) + x_1 g^* \quad (3)$$

onde, $\eta < 0$ é a elasticidade-preço da demanda por exportações, e x_1 é a elasticidade-renda da demanda por exportações, e g^* é a taxa de crescimento da renda do resto do mundo. Já a taxa de crescimento das importações é dada por:

$$\hat{M} = \Psi(\hat{e} + \pi^* - \pi) + m_1 g \quad (4)$$

onde, $\Psi < 0$ é a elasticidade-preço da demanda por importações m_1 é a elasticidade-renda da demanda por importações, e g é a taxa de crescimento da renda doméstica.

⁵ Vide Serrano e Freitas (2007).

Substituindo as equações (3) e (4) na equação (2) e resolvendo para g e definindo gBP como a taxa de crescimento do PIB que mantém o saldo da conta corrente em equilíbrio, temos:

$$gBP = \frac{-(1 + \eta + \Psi)(\hat{e} + \pi^* - \pi) + x_1 g^*}{m_1} \quad (5)$$

Essa equação demonstra aspectos econômicos interessantes, como por exemplo, a evolução dos termos reais de troca é compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos; em caso de um aumento dos preços de um país (medida em moeda comum), em relação aos outros, diminui a taxa de crescimento compatível com o balanço de pagamentos deste país, quando a soma das elasticidades-preços em valor absoluto for maior que um, ou seja, $|\eta + \Psi| > 1$. A equação ainda mostra a interdependência dos países, uma vez que, variação na taxa de crescimento de um país, provoca variações em todos os outros, porém, a rapidez do crescimento compatível com o balanço de pagamentos, depende da elasticidade-renda da demanda por exportações (η) e de sua elasticidade-renda da demanda por importações (m_1). Quanto maior for o primeiro e menor for o segundo, maior então será o crescimento preservando o balanço de pagamentos.

Contudo, desvalorizações cambiais na tentativa de aumentar a taxa de crescimento das exportações e reduzir a taxa de crescimento das importações (mesmo considerando válida a condição de Marshall-Lerner) não se sustentam no longo prazo. Este tipo de política possui efeito apenas temporário sobre a taxa de crescimento do produto, ou seja, para que a taxa de crescimento cresça de forma contínua, é necessário que a taxa de câmbio real se desvalorize também de forma contínua. Porém, desvalorizações reais contínuas tendem a gerar processos inflacionários posto que exigem desvalorizações nominais crescentes, o que inviabiliza sua utilização⁶.

Assim, incorporando esse fato ($\hat{\theta} = \hat{e} + \pi^* - \pi = 0$) na equação (5), esta se reduz a:

$$gBP = \frac{x_1 g^*}{m_1} \quad (6)$$

Nesta equação, fica ainda mais nítida a importância das elasticidades-renda da demanda das exportações e das importações, assim como a importância da taxa de crescimento do PIB do resto do mundo para o crescimento equilibrado com o balanço de pagamentos da conta corrente. Contudo, como o PIB do resto

⁶ O modelo de restrição de balanço de pagamentos de Kaldor (1970) apresenta hipótese contrária. Neste, desvalorizações cambiais são eficazes para reduzir a restrição externa (A Paridade do Poder de Compra (PPC) não é válida). Portanto, o aumento da taxa de crescimento da produtividade ao reduzir a inflação, provoca a desvalorização cambial, e assim, reduzindo a restrição externa da economia. Não obstante, políticas de demanda, ao aumentar a produtividade, podem também reduzir a restrição externa e gerar círculos virtuosos cumulativos na economia.

do mundo não está sob o controle das políticas econômicas do governo, estas devem se situar sobre as elasticidades-renda das exportações e importações.

Essas variáveis-chave dependem fundamentalmente da estrutura produtiva de cada país e da forma como esta afeta a composição de suas respectivas pautas de exportação e de importação. Os países que são relativamente atrasados na sua estrutura produtiva, tendem a se especializar na produção e exportação de bens primários e com baixo conteúdo tecnológico e com baixa elasticidade-renda ($x_1 < 1$). Assim, a medida que o PIB do resto do mundo cresce, a demanda por esses produtos tendem a apresentar crescimento inferior ao crescimento do PIB do resto do mundo, ou seja, o crescimento das exportações é inferior a média do crescimento da economia mundial.

Segundo Prebisch (1949), quando a renda real cresce, a demanda por produtos com maior volume tecnológico tende a aumentar mais do que a demanda por produtos primários, assim, países periféricos que apresentam estruturas produtivas atrasadas tendem a crescer menos do que os países do Centro, uma vez que estes importam da periferia produtos com menor elasticidade-renda da demanda, enquanto, a periferia importa dos países desenvolvidos produtos com alta elasticidade-renda. Portanto, conforme a renda real cresça, países com estruturas produtivas atrasadas tendem a apresentar taxas de crescimento inferiores às dos países do Centro. Além disso, países pobres apresentam taxas de crescimento populacional maiores do que as dos países ricos, o que reduz ainda mais a taxa de crescimento da renda *per capita* desses países.

Países em que suas elasticidades-renda são ($x_1 < 1$ e $m_1 > 1$) acabam tendo com fator limitante do seu crescimento, o balanço de pagamentos, o que significa que este país certamente crescerá menos que a média da economia mundial, assim, sua distância com os outros países será ampliada, esse fenômeno é conhecido como “tendência à divergência ou polarização”, em que, no longo prazo a distância entre países ricos e pobres tende a ser ampliada⁷.

Portanto, as políticas econômicas devem atuar no sentido de que a elasticidade-renda das exportações venha a ser superior à elasticidade-renda das importações, uma vez que, deixados ao livre jogo do comércio, países com baixo conteúdo tecnológico tendem a perder em dinamismo de crescimento, prevalecendo no longo prazo a tendência à polarização.

Medeiros & Serrano (2001) destacam o papel importante exercido pelas exportações sobre o crescimento e sua função de financiamento e relaxamento da restrição externa, proporcionando folga para o balanço de pagamentos, principalmente, pela implantação doméstica de produção de bens de capital derivada da política interna de desenvolvimento.

As exportações diferem dos outros componentes da demanda por três motivos: i) por ser o único componente verdadeiro da demanda que provém de fora do sistema econômico doméstico; ii) as exportações são único componente da demanda capaz de custear as importações através da geração de divisas; iii) por fim, as importações financiadas pelas exportações podem ser mais produtivas que os recursos internos, uma vez que alguns bens cruciais necessários ao

⁷ Ideia contrária a hipótese de convergência de Solow (1956).

desenvolvimento não são localmente produzidos.

Ademais, devem-se analisar as prováveis restrições externas sobre o balanço de pagamentos advindas das relações com outros países, referentes ao comércio internacional e aos fluxos de capitais autônomos, tendo em vista que tais relações acabam impactando a economia do país.

Assim, um aumento das exportações em relação às importações não significa necessariamente um aumento do saldo em conta corrente, já que este pode sofrer efeitos pelo lado da Renda Líquida Enviada ao Exterior (RLE)⁸, tendo em vista que sua determinação é dada por:

$$STC = X - M - RLE \quad (7)$$

onde X representa as exportações de bens e serviços não-fatores, M as importações de bens e serviços não-fatores; e a RLE a renda líquida enviada ao exterior.

O resultado final do saldo da conta corrente é um reflexo da situação financeira do país, pelo lado do endividamento externo. Esse saldo possui relação inversa com a variação do Passivo Externo Líquido (PEL), ou seja, quanto maior o STC, menor será a variação do PEL (o contrário também é verdadeiro) o que resulta na variação dos recursos disponíveis para o financiamento da economia, bem como para a condução da política cambial.

A situação externa de um país pode apresentar duas posições de equilíbrio, conforme o prazo considerado. Por um lado, o equilíbrio de curto prazo está relacionado com a quantidade de divisas que o país possui, sendo considerado um problema de caixa ou liquidez externa. Por outro lado, o equilíbrio de longo prazo está relacionado com a sustentabilidade do processo de endividamento externo, ou seja, é um problema de solvência.

No primeiro caso, o Saldo do Balanço de Pagamentos (“acima da linha”) determina se o país está perdendo ou acumulando reservas internacionais, tendo em vista que este é determinado por:

$$SBP = STC + Ka \quad (8)$$

onde Ka representa o Saldo da Conta de Capitais e Financeira.

Assim, segundo Medeiros & Serrano (2001) para que o país não perca reservas internacionais, é necessário que o SBP seja superavitário, contudo, o importante para o equilíbrio de curto prazo, é que a somatória do STC com Ka, independentemente de sua composição, seja suficiente para cobrir a dívida externa de curto prazo. Nesse caso, o SBP pode estar em equilíbrio, ainda que o STC seja negativo, desde que Ka seja mais superavitário do que o suficiente para

⁸ Quando existem muitas empresas internacionais operando no país, estas podem influenciar no resultado final da conta corrente, através do envio de fluxos financeiros, como lucros, dividendos e juros pagos às matrizes, entre outros. Também ocorre o mesmo problema se, ao invés de ter muitas empresas transnacionais operando no país, o país estiver endividado no exterior.

superar o déficit no saldo da conta corrente. Porém, essa medida não se sustenta no longo prazo. No segundo caso, que trata da sustentabilidade do endividamento externo, ou seja, se o PEL do país está aumentando ou diminuindo, o balanço de pagamentos não pode ser financiado por uma elevação insustentável⁹ da conta de capitais, caso contrário, o risco crescente de aplicar no país (indicador risco-país) pode desencadear uma crise de endividamento externo.

Para Thirlwall, porém, não se pode financiar o déficit comercial permanentemente pela entrada de capitais, aceitando como relevante a equação (6) que estabelece como requisito essencial para que a economia cresça sem aumentar as restrições externas sobre o balanço de pagamentos.

3 Evolução Dos Fatores Externos

3.1 Balanço de Pagamentos

O cenário externo desfavorável que caracterizou o período 1999-2002 foi substituído por um novo cenário benigno no âmbito do comércio externo no período 2003-2007, isto é, até o aprofundamento da crise financeira de 2008 que resultou na reversão deste cenário, com a deterioração do saldo do balanço de pagamentos (Prates; Cunha; Léus, 2011).

A evolução do saldo do balanço de pagamentos é bastante significativa quando se observa apenas o resultado final (vide Tabela 1 a seguir). Em 2010 o superávit no balanço de pagamentos era de US\$ 49 bilhões, contra US\$ 302 milhões no final de 2002. Porém, quando é feita a análise com a decomposição de suas contas o resultado final do governo Lula não é tão positivo, constituindo um ponto fraco da gestão macroeconômica do período.

Entre 2004 e 2005, com a melhora do setor externo, o saldo do balanço de pagamentos foi financiado pelo superávit da conta corrente devido, sobretudo, à valorização dos preços das *commodities* alavancadas pela demanda da China e da Índia, bem como pelo efeito da forte desvalorização de 2002. Em 2005 o resultado global do balanço de pagamentos não foi maior devido à quitação da dívida com o FMI.

A melhora nas contas externas brasileiras e a abundância de liquidez internacional, combinadas com a política de juros altos, tornaram o país mais atrativo para os capitais internacionais, o que permitiu o financiamento da redução do saldo da conta corrente a partir de 2006 e o acúmulo de reservas internacionais em larga escala (Carcanholo, 2010).

Gonçalves (2005) destaca que a melhora das contas externas nesse período é conjuntural e deve-se a quatro fatores: 1) fraco desempenho da economia brasileira; 2) crescimento do comércio internacional; 3) elevação dos preços das *commodities* e; 4) condições relativamente estáveis de liquidez internacional.

⁹ Serrano e Medeiros (2001) recorrem a Domar (1950), regendo o qual o crescimento do endividamento externo é insustentável se, e apenas se, a taxa de crescimento das exportações for maior ou igual à taxa de juros externa.

Tabela 1: Saldo do Balanço de Pagamentos (Milhões US\$): Brasil, 1999-2010

Anos	A) Transações Correntes	B) Conta Capital e Financeira	C) Erros e Omissões	Resultado do Balanço (A+B+C)
1999	-25.335	17.319	194	-7.822
2000	-24.225	19.326	2.637	-2.262
2001	-23.215	27.052	-531	3.307
2002	-7.637	8.004	-66	302
2003	4.177	5.111	-793	8.496
2004	11.679	-7.523	-1.912	2.244
2005	13.985	-9.464	-201	4.319
2006	13.643	16.299	628	30.569
2007	1.551	89.086	-3.152	87.484
2008	-28.192	29.352	1.809	2.969
2009	-24.302	71.301	-347	46.651
2010	-47.273	99.912	-3.538	49.101

Fonte: BCB (2014)

Este desempenho favorável do saldo do balanço global de pagamentos está diretamente relacionado, por um lado, ao cenário externo favorável e, por outro, à abundância de liquidez internacional. O primeiro fator permitiu o superávit da conta corrente, e o financiamento do balanço de pagamentos entre 2004-2005, enquanto o segundo permitiu o forte acúmulo de reservas entre 2006-2010.

Não obstante, em 2006 o desempenho do balanço de pagamentos ocorre pelos resultados positivos das duas contas. Porém, o baixo crescimento do saldo corrente começa a mostrar sinais de mudanças no cenário externo, principalmente sobre a balança comercial.

A partir de 2007 as duas contas seguem trajetórias distintas. O saldo da conta corrente segue em queda, passando a ser deficitária de 2008 em diante, enquanto o saldo da conta de capital e financeira passa a ser o principal responsável pelo superávit no balanço de pagamentos. Portanto, como se observa na Tabela 1, a queda do saldo da conta corrente ocorre antes que a crise financeira de 2008 se manifeste. Essa queda pode ser creditada tanto à retomada do crescimento do PIB (que pressiona as importações) quanto ao processo de valorização do real que parece ter contribuído para a queda, ao menos conjuntural, do saldo comercial, sobretudo o de bens manufaturados, e tem provocado a ampliação do déficit na conta de rendas (Curado, 2011).

A melhora no saldo do balanço de pagamentos não foi acompanhada pelo rompimento do problema estrutural de balanço de pagamentos. A melhora da restrição externa no curto prazo só possibilita o crescimento sustentado, se a estratégia de crescimento baseado na demanda tiver êxito em garantir o *catch up* tecnológico, fato que não ocorreu no Brasil (Jayme Jr. & Resende, 2009).

As restrições externas não se manifestaram com maior força devido à *performance* ainda significativa das exportações. O cenário externo relativamente benigno para o Brasil, principalmente pela valorização dos preços das *commodities*, permitiu retardar os efeitos da restrição externa. E apenas como nota, mais recentemente com a crise fiscal na Europa os BRICs e, portanto, o Brasil tornaram-se o refúgio seguro para os capitais financeiros, evitando problemas maiores no balanço de pagamentos.

Em 2010, a diferença entre os saldos das duas contas principais do balanço de pagamentos foi a maior nos oito anos do governo Lula. Com a dificuldade em conter a apreciação do câmbio real, o setor exportador continua a perder competitividade no mercado internacional, agravando ainda mais o saldo da conta corrente e, portanto, deteriorando as contas externas¹⁰.

Contudo, o déficit apresentado pelo STC nos últimos anos está sendo financiado pela conta de capitais, que diante da queda na taxa de crescimento das exportações, pode levar a problemas de solvência externa e de crises de endividamento externo no longo prazo. Entretanto, este fato pode ser retardado mais uma vez em virtude do descobrimento da camada pré-sal, que tornará o Brasil um grande exportador de petróleo nos próximos anos.

4 Saldo em Transações Correntes

O desempenho do saldo corrente deve-se mais à evolução da balança comercial e da conta de serviços e rendas do que pela evolução das transferências unilaterais. Esta última, como pode ser visto na Tabela 2 adiante, foi relativamente pouco importante durante o período em estudo, enquanto a conta de serviços e rendas apresenta déficits crescentes e significativos em relação ao governo FHC.

¹⁰ Em 2011 o déficit no STC foi de aproximadamente US\$ 52 bilhões enquanto o superávit na conta de capital e financeira foi de US\$ 112 bilhões, gerando um superávit de US\$ 58 bilhões no balanço de pagamentos (vide Ipeadata, 2012).

Tabela 2: Saldo em Transações Correntes (Milhões US\$): Brasil, 1999-2010

Anos	A) Balança Comercial (FOB)	B) Serviços e Rendas (líquido)	C) Transferências Unilaterais correntes	Transações Correntes (A+B+C)
1999	-1.199	-25.825	1.689	-25.335
2000	-698	-25.048	1.521	-24.225
2001	2.650	-27.503	1.638	-23.215
2002	13.121	-23.148	2.390	-7.637
2003	24.794	-23.483	2.867	4.177
2004	33.641	-25.198	3.236	11.679
2005	44.703	-34.276	3.558	13.985
2006	46.457	-37.120	4.306	13.643
2007	40.032	-42.510	4.029	1.551
2008	24.836	-57.252	4.224	-28.192
2009	25.290	-52.930	3.338	-24.302
2010	20.147	-70.322	2.902	-47.273

Fonte: BCB (2014)

Este fenômeno se agrava principalmente a partir de 2004, quando a forte valorização real do câmbio leva as empresas estrangeiras a enviarem maiores fluxos financeiros para o exterior, convertendo seus lucros em dólares. Além disso, a forte deterioração da conta de serviços e rendas ocorre também devido ao aumento do déficit na subconta de viagens internacionais, dada a maior atratividade do turismo no exterior neste contexto de forte valorização cambial (Prates, 2006). Esses fatores foram intensificados nos anos seguintes, sobretudo a partir de 2007, quando a taxa de câmbio fica abaixo dos R\$/US\$ 2,00.

Segundo Filgueiras *et al* (2010), o déficit na conta de rendas deve-se a duas razões: i) a maturação dos fluxos de investimentos diretos que entraram no país durante as privatizações do governo FHC; ii) as maiores taxas de crescimento da economia e, pela eclosão da crise econômica em 2008 que induziu empresas estrangeiras atuantes no Brasil a um maior envio de capitais às suas matrizes, já que grande parte deles foi fortemente afetada por esse evento.

A evolução da balança comercial teve grande importância no superávit alcançado pelo STC em 2003, quando o efeito da desvalorização cambial de 2002 ocorreu mais intensamente, e pelo baixo dinamismo da economia brasileira ter provocado a queda das importações. Esse efeito inverso gerou um saldo comercial positivo de US\$ 24,8 bilhões e um superávit de US\$ 4,2 bilhões na conta corrente.

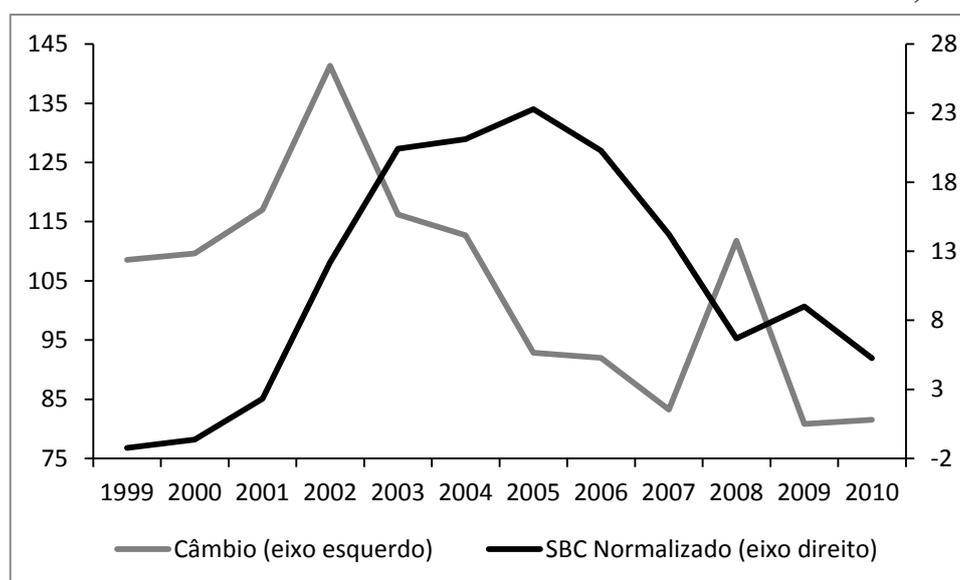
Em 2004, apesar das exportações continuarem crescendo (15,29%), o crescimento do PIB real provoca a expansão das importações (13,3%). Contudo, o saldo comercial ainda cresceu quase US\$ 9 bilhões, e o saldo da conta corrente, US\$ 8 bilhões nesse ano.

A evolução do saldo da balança comercial é, em grande parte, fortemente

influenciada pela evolução da taxa de câmbio real¹¹, principalmente, no que diz respeito às importações. Conforme observado na Figura 1, o saldo da balança comercial normalizado vem crescendo desde 1999, atingindo 23% em 2005, enquanto a taxa de câmbio real segue numa contínua apreciação desde 2002 até a desvalorização de 2008. Neste ano, a desvalorização cambial ocorrida não contribuiu para elevar as exportações de maneira notável, uma vez que o mundo estava em recessão, de modo que a desvalorização cambial e a queda do PIB externo praticamente se compensaram, gerando apenas variações marginais das exportações brasileiras.

Quando analisado o SBC normalizado, observa-se o início da trajetória de queda em 2005, sendo intensificada a partir de 2006, quando ocorre o crescimento acelerado das importações *vis-à-vis* as exportações. A desvalorização do câmbio real em 2008 provocou uma leve inflexão nessa relação em 2009, mas no ano seguinte volta a apresentar queda, atingindo o índice de 5%. No final de 2002, o SBC normalizado era de 12%.

Figura 1: SBC Normalizado e Taxa de Câmbio Real Efetiva: Brasil, 1999-2010



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2014)

Observa-se que entre 2006 e 2008 o superávit na conta corrente diminuiu de US\$ 13,9 bilhões para um déficit de US\$ 28,2 bilhões, respectivamente. A valorização da taxa de câmbio parece ser um dos principais responsáveis por esse desempenho. Enquanto as importações apresentavam crescimento superior a 15%, as exportações apresentavam crescimento pouco acima de 6% e o saldo comercial caiu de US\$ 46,4 bilhões em 2006 para US\$ 24,8 bilhões em 2008.

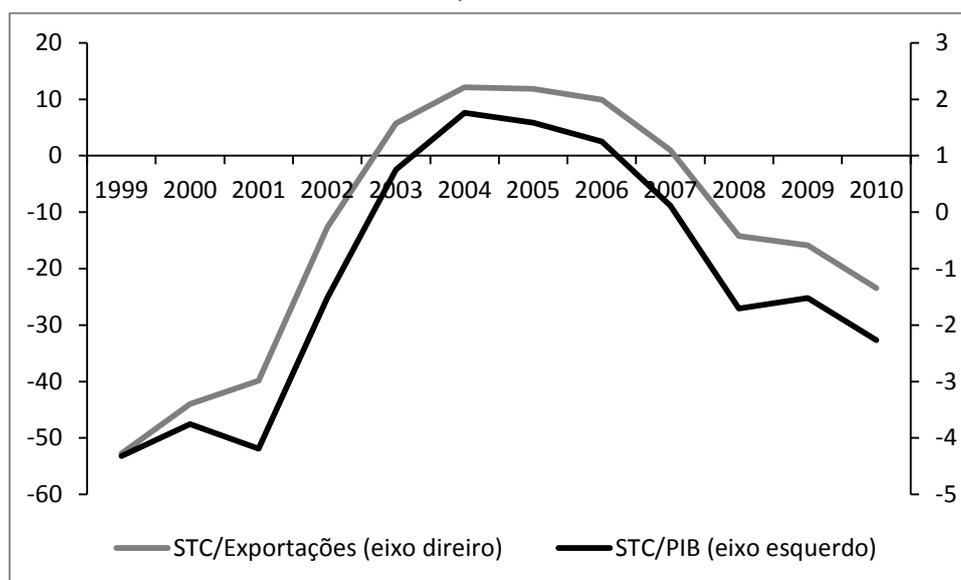
Em 2009, o superávit comercial aumentou, sobretudo, pela queda mais acentuada das importações vis-à-vis as exportações, contudo, não foi suficiente

¹¹ Segundo Silva (2014) a valorização da taxa de câmbio no Brasil tem sido utilizada, sobretudo, para conter o crescimento da inflação, mas por outro lado acaba reduzindo a competitividade dos produtos nacionais e afetando o saldo da balança comercial.

para evitar o déficit na conta corrente, US\$ 24,3 bilhões.

O saldo da conta corrente segue uma trajetória de déficits cada vez menores entre 1999 e 2002, sendo superavitária entre 2003-2007. Portanto, a evolução do saldo corrente no primeiro mandato do governo Lula é bastante significativo quando comparado com o governo anterior. Entretanto, o superávit alcançado em 2003 (que seria alcançado independentemente de quem estivesse no governo) durou até 2007, tendo ocorrido sua deterioração já em 2006.

Figura 2: Saldo em Transações Corrente como (% Exportações e % PIB): Brasil, 1999-2010



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2014)

Comparando os últimos quatro anos do governo Lula com os últimos quatro anos do governo FHC, o saldo em transações correntes é relativamente melhor somente no primeiro ano de Lula. Existe uma semelhança nos dois anos seguintes de cada governo, com relação a este indicador, porém, enquanto o déficit na era FHC estava sendo reduzido, na era Lula ele estava crescendo. O déficit no final de 1999 correspondia a US\$ 25 bilhões e em 2002 esse déficit caiu para US\$ 7,6 bilhões. Em 2007 o saldo era um superávit de pouco mais de US\$ 1 bilhão e em 2010 o superávit virou um déficit de US\$ 47 bilhões, quase o dobro do déficit apresentado em 1999. Mesmo em 2010, depois de passados os efeitos iniciais mais severos da crise internacional, os saldos comercial e corrente continuaram deteriorando-se. Este último, praticamente duplicou em relação ao ano anterior aumentando a restrição externa.

Entretanto, quando comparado o saldo da conta corrente com as exportações (Eixo esquerdo da Figura 2), que mostra a real condição do Brasil em termos de solvência externa¹², bem como comparado com o PIB (eixo direito), observa-se uma melhora significativa em ambas as relações. Na primeira

¹² Portanto, da capacidade do país em gerar divisas para o pagamento das obrigações externas.

relação, houve a melhora significativa na capacidade de pagamento do país em relação ao governo FHC.

Segundo Serrano & Summa (2011), a rápida expansão do comércio internacional, da economia mundial e da diminuição das taxas de juros internacionais e dos *spreads* dos países emergentes, a partir de 2004, melhoraram consideravelmente as condições de solvência e liquidez das obrigações externas da economia brasileira.

O déficit nas receitas das exportações (53%) em 1999 foi rapidamente superado com o efeito da desvalorização cambial e da melhora do contexto internacional no final de 2002 e início de 2003, melhorando razoavelmente as condições de solvência externa do país. Contudo, observa-se que a participação do saldo corrente nas exportações foi superavitária entre 2003 e 2007. Esse superávit começa a se reduzir a partir de 2004 e de forma mais intensa a partir de 2006, tornando-se déficit a partir de 2008.

No final de 2010, esse déficit correspondia a 23% das receitas das exportações, o que mostra a deterioração das condições de solvência externa do país. Porém, embora a deterioração em termos absolutos estivesse pior em relação ao governo FHC, na comparação com as exportações (como pode ser visto nos extremos da Figura 2), não ocorre a mesma coisa. Ou seja, a capacidade de pagamento no final do governo Lula (-22%) era muito superior a do governo FHC (-53%). Esta *performance* deve-se, sobretudo, ao efeito-China que gerou efeitos positivos nas exportações desde 2003. Em contraposição, o declínio do saldo corrente ocorreu, principalmente, devido à apreciação contínua da taxa de câmbio desde 2004 e devido ao crescimento do PIB que provocaram o aumento da taxa de crescimento das importações em relação às exportações.

Quando comparado o saldo corrente com o PIB, observa-se uma trajetória semelhante em relação à comparação com as exportações. “Ela” apresentou superávit entre 2003 e 2007, porém, com uma trajetória crescente nos dois primeiros anos do governo Lula, e decrescente a partir de 2005, passando a ser deficitária a partir de 2008. Porém, quando comparado com o governo FHC, o déficit nesta relação, no ano de 2010, correspondia quase à metade do déficit apresentado em 1999, mesmo assim, ainda constituindo um sério problema para o crescimento da economia.

Segundo Serrano & Summa (2011), o principal problema dessa restrição externa reside no fato de ser a taxa de câmbio o único instrumento de controle inflacionário, via apreciação sistemática, e isso começa a afetar a conta corrente e a competitividade da indústria, especialmente nos setores de tecnologias mais sofisticada.

A política monetária sanciona um processo de valorização cambial que, num mundo ofertante de liquidez para países emergentes, agrava os resultados em conta corrente e cria um círculo vicioso que acaba por sancionar ainda mais a especialização comercial em bens de baixo conteúdo tecnológico (Mattos & Jaime Jr., 2011).

Portanto, na ausência de políticas para controlar a inflação, a utilização da taxa de juros e seus efeitos sobre o câmbio, gera um círculo vicioso sobre

a estrutura produtiva que só poderá ser rompido através de políticas de desenvolvimento.

Nessa linha foi criado, depois de duas décadas perdidas, em 2004 a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITEC), com o intuito de expandir e tornar a base industrial mais forte, e de aumentar o grau de inovação. No entanto, dada a situação externa relativamente desfavorável, no primeiro governo Lula, à política industrial não contou com o uso das políticas macroeconômicas.

Segundo Cano & Ana Lucia Gonçalves (2010), a questão é que as estratégias de desenvolvimento industrial não se fazem apenas com políticas industriais explícitas, estas devem contar com políticas macroeconômicas compatíveis, do contrário, a política industrial implícita nestas últimas anula ou distorce as primeiras, por melhor que sejam.

A PITEC teve continuidade no segundo governo Lula, e em maio de 2008 foi criado o Programa de Desenvolvimento Produtivo (PDT) com o objetivo principal de aumentar o grau de intensidade tecnológica dos produtos exportados e reduzir a vulnerabilidade externa do país, tendo pretensões e abrangência maiores em relação à PITEC. Porém, seus resultados não foram significativos, a crise financeira internacional e a taxa de câmbio real valorizada podem ter sido os principais responsáveis por tal desempenho. Portanto, diante das circunstâncias que se colocaram, esses dois projetos foram incapazes de reverter os problemas estruturais da economia brasileira até o momento¹³. Países como o Brasil, nos quais as exportações e importações possuem respectivamente baixa e alta elasticidade-renda, o crescimento costuma ficar restringido no longo prazo pelo balanço de pagamentos. Quando a economia consegue crescer mais rapidamente, o rápido crescimento das importações deteriora o saldo da conta corrente implicando o aumento do PEL (vide adiante), com efeitos negativos sobre a sustentabilidade do crescimento.

A vulnerabilidade externa da economia brasileira se alimenta, de um lado, do perfil inadequado das exportações (centrada em *commodities* e em produtos industriais de baixo conteúdo tecnológico) e, de outro, da abertura da conta financeira e de capitais. Nessas áreas, o governo Lula não implementou nenhuma política para melhorar o perfil das exportações, embora tenha elevado a taxa de IOF na tentativa de dificultar a volatilidade de capitais (Filgueiras *et al*, 2010).

Segundo Gonçalves (2011) no período do governo Lula ocorreu o Nacional Desenvolvimentista às avessas, isto é, desindustrialização¹⁴, de dessubstituição de importações; reprimarização das exportações; maior dependência tecnológica; maior desnacionalização; perda de competitividade internacional, crescente vulnerabilidade externa estrutural em função do aumento do passivo externo financeiro; maior concentração de capital; e crescente dominação financeira, que expressa a subordinação da política de desenvolvimento à política monetária

13 Cano e Ana Lucia Gonçalves (2010) realizam uma exposição mais cuidadosa em relação a esses dois projetos de desenvolvimento industrial.

14 Silva (2014b) traz uma análise sobre o processo de desindustrialização na economia brasileira causada pela apreciação cambial.

focada no controle da inflação.

Em suma, a deterioração da conta corrente no governo Lula pode ser explicada a partir de três pontos: 1) da valorização crescente da taxa de câmbio; 2) do crescimento do PIB real; 3) e do baixo conteúdo tecnológico das exportações brasileiras. Esses três fatores tornaram, a partir de 2007, o crescimento da economia dependente da entrada de capitais financeiros (crescimento financiado pela “poupança externa”¹⁵), tornando a economia mais vulnerável a eventuais choques externos. Diante de um choque desfavorável, como foi em 2008, os capitais passam a exigir retornos maiores (intensificando o círculo perverso, transmitido pela alta da taxa de juros) o que pode gerar dificuldades de sustentabilidade do crescimento da economia no longo prazo (Curado, 2011).

5 Saldo da Conta de Capital e Financeira

No que concerne à evolução da conta de capital e financeira no governo Lula, observa-se um resultado positivo em 2003, deficitário em 2004-2005, e superavitário nos demais anos, constituindo o principal fator responsável pelo desempenho do balanço de pagamentos em quase todo o período em estudo.

Essa evolução se deve, essencialmente, a quatro fatores: 1) o novo ciclo de liquidez internacional para os países periféricos em um contexto de maior aversão pró-cíclica ao risco dos capitais financeiros; 2) o regime de câmbio flutuante e a gestão da política cambial no período, direcionada para acumulação de reservas; 3) e o aprofundamento da abertura financeira, com a maior facilidade para os residentes manterem depósitos no exterior e incentivos fiscais para os aplicadores adquirirem títulos da dívida pública; 4) a taxa de crescimento econômico doméstica (Prates, 2005).

O déficit na conta de capital e financeira em 2005 não se deveu à menor entrada de capitais, mas à maior saída de divisas do país. Nesse ano ocorreu um ingresso significativo de capitais, sobretudo, de investimento externo direto (IED) e aplicações de portfólio. Porém, também ocorreu uma grande saída de divisas, principalmente, a quitação das dívidas junto ao FMI, bem como pelo aumento do investimento direto brasileiro no exterior. O resultado foi um déficit superior a US\$ 9 bilhões (Tabela 3).

No entanto, a partir de 2006 o saldo da conta de capital e financeira volta a ser superavitário, atingindo em 2007 aproximadamente US\$ 89 bilhões. Contudo em 2008, devido à crise financeira, apesar da taxa de juros continuar em alta, o superávit é reduzido para US\$ 29 bilhões. Porém, a rápida recuperação da economia brasileira no final de 2009 é acompanhada pela rápida entrada dos fluxos de capitais no país. No final de 2010, o superávit da conta de capital e financeira apresentava o surpreendente resultado de aproximadamente US\$ 100 bilhões.

No segundo semestre de 2009 a liquidez abundante, as taxas de juros

¹⁵ Bresser-Pereira (2010) e Pastore (2010) apresentam um debate sobre a capacidade da poupança externa de impulsionar o crescimento através do aumento do investimento.

oficiais historicamente baixas e a menor aversão ao risco dos investidores aumentaram os fluxos de capitais para as economias emergentes, cuja situação macroeconômica era relativamente melhor (Prates; Cunha; Léus, 2011). Diante disso, o Brasil consegue atrair um fluxo significativo de capitais já em 2009, acima, inclusive, do fluxo de capitais de 2006, isto é, antes da crise.

Tabela 3: Conta Capital e Financeira (Milhões de US\$): Brasil, 1999-2010

Ano	A) Conta de Capital	B) Conta Financeira	Resultado da	
			Conta Capital e Financeira (A+B)	Conta de Capital e Financeira/ exportações
1999	338	16.981	17.319	36%
2000	273	19.053	19.326	35%
2001	-36	27.088	27.052	46%
2002	433	7.571	8.004	13%
2003	498	4.613	5.111	7%
2004	372	-7.895	-7.523	-8%
2005	663	-10.127	-9.464	-8%
2006	869	15.430	16.299	12%
2007	756	88.330	89.086	55%
2008	1.055	28.297	29.352	15%
2009	1.129	70.172	71.301	47%
2010	1.119	98.793	99.912	49%

Fonte: BCB (2014)

A recuperação expressiva da conta de capital e financeira decorreu do diferencial de juros interno e externo que apesar da taxa de juros interna tenha sido reduzida, ela permaneceu ainda acima das taxas externas, uma vez que estas se encontravam próximas de zero. Isto provocou a queda da rentabilidade nos países desenvolvidos e aumento da rentabilidade no Brasil, levando a uma menor saída de capitais domésticos para o exterior, e sobretudo, uma maior entrada de capitais externos no país, cujas expectativas favoráveis para a economia brasileira contribuíram para este ocorrido.

A observação do comportamento do saldo desta conta em relação ao montante de exportações na Tabela 3 permite avaliar as alterações de sua importância relativa como fonte de divisas para o país.

Partindo de um valor de cerca de 40% no início da década, o fluxo financeiro líquido perde continuamente importância relativa como fonte geradora de divisas no período 2002-2005 pelas razões acima assinaladas. Contudo, a partir de 2006, ocorre uma recomposição da sua importância de tal forma rápida que já em 2007 ela supera 50% das exportações. Outro fato notável acerca desse indicador é sua novamente muito rápida recomposição depois de 2008, a qual permite que já em 2009, ainda em um contexto de crise internacional aguda, ele

já retorne a níveis próximos aos existentes anteriormente à crise.

Esse desempenho também foi afetado pela queda na taxa de crescimento das exportações no período, devido à constante valorização cambial real causada pela própria entrada de capitais. Esse desempenho também mostra que a condição de solvência do país está cada vez mais dependente dos fluxos de capitais do que das exportações, o que pode vir a ser um sério problema para a sustentabilidade das contas externas no longo prazo.

Certamente, a possibilidade de uma entrada líquida de capitais aumenta a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos no curto prazo, para qualquer saldo comercial. Entretanto, um país não pode depender indefinidamente do financiamento externo para manter uma trajetória sustentada de crescimento. Isto porque à medida que aumenta o montante de capital externo, crescem também seus serviços financeiros, que vão demandando proporção crescente de recursos provenientes das exportações, e quanto mais cresce a proporção dos serviços, tanto menos haverá margem para a importação de bens de capital com estes recursos (Além, 2009).

6 Evolução dos Indicadores de Liquidez e Sustentabilidade das Contas Externas

Segundo Prates (2010), as condições favoráveis vigentes nos mercados financeiros globais e a evolução da balança comercial brasileira, possibilitaram ao Banco Central, a partir de 2004, perseguir a estratégia de acúmulo de reservas associada não somente à minimização de riscos de instabilidade financeira, mas também à chamada “demanda precaucional”.

Este tipo de política permitiu ao país ampliar suas reservas internacionais, o que contribuiu para uma maior disponibilidade de liquidez, bem como de livrar-se das imposições do FMI em 2005. Conforme a Tabela 4, observa-se que em 2003 o país possuía um pouco mais de US\$ 49 bilhões acumulados, valor correspondente a 8,9% do PIB, dos quais US\$ 20,8 bilhões haviam sido emprestados pelo FMI. No final de 2005, com o progressivo aumento das reservas próximos dos US\$ 53 bilhões, o governo decidiu saldar a dívida com o FMI, (US\$ 23,3 bilhões), permitindo maior liberdade para o manejo das políticas econômicas nos anos seguintes.

O aumento da liquidez internacional generalizada para os países em desenvolvimento provocou uma redução nos prêmios de riscos dos mercados emergentes. Isto, aliado ao crescimento do comércio internacional permitiu que tais países apresentassem significativa elevação de suas reservas. Portanto, a conjuntura internacional no período 2003-04 foi extraordinariamente favorável ao Brasil, o que permitiu forte acúmulo de reservas (Gonçalves, 2005).

Tabela 4: Reservas Internacionais e Dívida de Curto Prazo (Fim de período): Brasil, 1999-2010

Ano	Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	Dívida de Curto Prazo (US\$ bilhões)	Reservas/PIB (%)	Reservas/Dívida de Curto Prazo (%)
1999	36.342	27.392	6,2	133
2000	33.011	27.420	5,1	120
2001	35.866	27.658	6,5	130
2002	37.823	23.395	7,5	162
2003	49.296	20.194	8,9	244
2004	52.934	18.744	8,0	282
2005	53.799	18.766	6,1	287
2006	85.838	20.323	7,9	422
2007	180.333	38.901	13,2	464
2008	206.806	36.444	12,5	567
2009	239.054	30.972	15,0	772
2010	288.574	56.450	13,8	511

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2014)

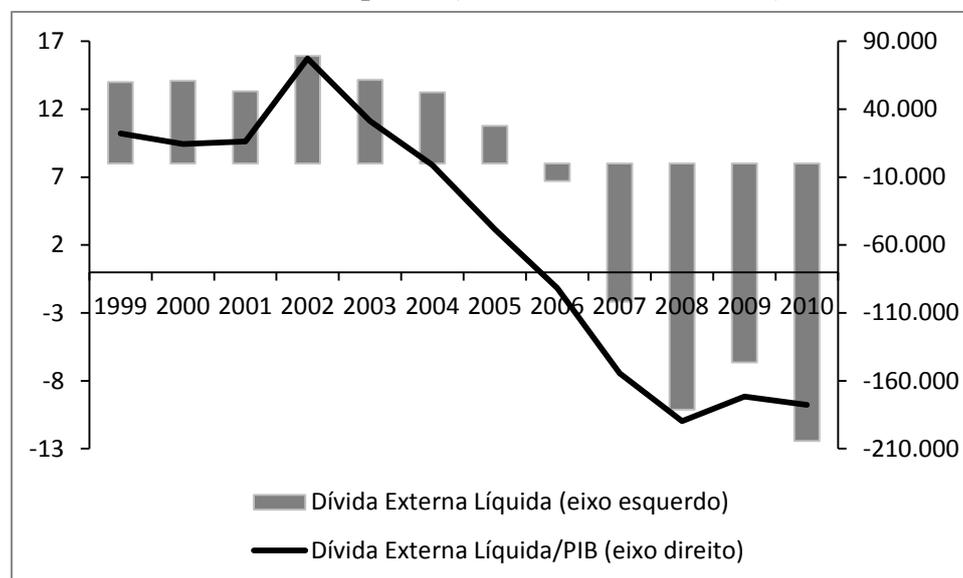
Em 2010 o valor das reservas era de US\$ 288 bilhões, representando uma relação de 13,8% com o PIB. Na relação entre as reservas internacionais e a dívida externa de curto prazo, observa-se uma melhora significativa na posição de liquidez internacional do Brasil em relação ao governo anterior. Depois do crescimento negativo apresentado em 2000, essa relação segue uma trajetória de alta, principalmente após o pagamento ao FMI em 2005. Entre 2002 e 2004, a melhora nessa relação ocorre tanto pela queda da dívida externa de curto prazo quanto pelo aumento das reservas internacionais. Contudo, entre 2006 e 2010, apesar da dívida de curto prazo ter aumentado, com exceção de 2009, o aumento das reservas foi mais que suficiente para aumentar o resultado dessa relação. A melhora na capacidade de pagamento do país, combinado com a política de juros elevados do Banco Central atraiu maiores fluxos de capitais para o Brasil nesse período. A relação reservas/dívida de curto prazo que havia atingido em 2002, 192%, passa para 287% em 2005, e em 2010 ela alcançou 511%. A dívida de curto prazo, que constituía 62% das reservas em 2002, no final de 2010 era de apenas 12%. Portanto, houve uma melhora significativa nas condições de pagamento do país em relação ao governo FHC.

Contudo, o diferencial de juros interno e externo torna o custo fiscal de carregamento dessas reservas muito alto, ao atrair capitais financeiros para o país e apreciar a taxa de câmbio, ou seja, a depreciação contínua do dólar frente ao real desde 2003 deprecia também as reservas internacionais, o que significa um custo maior de seu carregamento (Barbosa, 2011).

A dívida externa líquida foi gradualmente reduzida durante o período em estudo, conforme observa-se na Figura 3 (eixo esquerdo), passando a ser

negativa em 2006. Na medida em que as reservas internacionais cresciam, a dívida externa líquida se reduzia até que em agosto de 2006 as reservas internacionais, finalmente, excedem o montante da dívida externa líquida.

Figura 3: Dívida Externa Líquida (Milhões US\$ e % PIB): Brasil, 1999-2010



Fonte: BCB (2014)

Essa queda acentuada na dívida externa provoca também a queda na relação dívida externa líquida/PIB (eixo direito da Figura 3). Em 2002 essa relação era de 16%, em 2006, quando a dívida externa trocou de sinal, correspondia a 1%, no final de 2010 ela estava em 10% negativos.

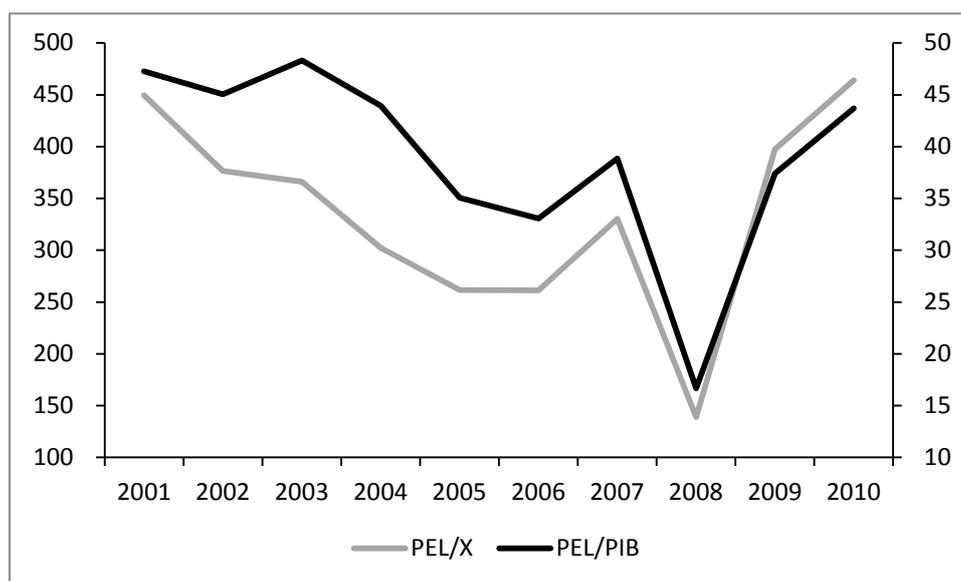
Esse desempenho da dívida externa líquida se deve ao aumento significativo das reservas internacionais em relação ao governo anterior e representa certamente uma melhoria muito grande nas condições de liquidez internacional do país. Contudo, afirmar a partir desses dados que o país deixou de ser devedor para ser credor obscurece a compreensão das condições de sustentabilidade externa do crescimento brasileiro, as quais só se tornam mais adequadas quando se analisa também a evolução do PEL.

O PEL (a partir dos dados da Posição Internacional do Investimento), que mostra a real condição do endividamento externo, definido como passivo externo bruto menos ativo externo bruto, apresentou crescimento significativo em termos absolutos durante 2002-2010, com exceção do ano da crise de 2008. O PEL constituía-se de US\$ 230 bilhões em dezembro de 2002, mas no final de 2010 era de US\$ 885 bilhões.

A variação do PEL observado nesse período deve-se ao desempenho do saldo em transações correntes, em combinação com os movimentos da taxa de câmbio. Contudo, entre 2006 e 2007 o saldo corrente sofre uma forte deterioração, elevando o PEL em 47% cujo valor corresponde a US\$ 540 bilhões. O crescente déficit nas contas correntes a partir de 2009 provoca (depois da inflexão de 2008) a variação ascendente do PEL de 112% e 47% em 2009 e 2010, respectivamente.

Uma forma de mostrar a sustentabilidade das contas externas pode ser através dos índices em relação às exportações e/ou em relação ao PIB. Conforme observado na Figura 4, depois da queda apresentada em 2004 ambas as relações seguem em crescimento contínuo até a crise financeira de 2008. Contudo, observa-se uma maior deterioração da sustentabilidade das contas externas entre 2006-2007 (330% para as relações PEL/exportações e 39% para o PEL/PIB) e entre 2008-2009 (ambas as relações apresentam crescimento acima de 120%). Não obstante, em 2010, as duas relações crescem 17%.

Figura 4: Passivo Externo Líquido (em % das Exportações e do PIB): Brasil, 2001-2010



Fonte: BCB (2014)

Portanto, a evolução das contas externas do país se caracteriza, assim, por uma menor vulnerabilidade externa conjuntural. No entanto, a vulnerabilidade externa estrutural, embora razoavelmente reduzida em relação ao início da década, continua presente. O PEL em 2010 alcança a cifra de aproximadamente US\$ 885 bilhões e uma relação de 464% com as exportações e de 44% com o PIB. Essa posição devedora revela uma potencial incapacidade de pagamento do país numa eventual mudança do cenário externo.

Apesar da melhora nos indicadores externos, sua evolução nos últimos quatro anos do governo Lula, revela que as condições de endividamento externo do país ainda constituem motivo de preocupação. E como o superávit do balanço de pagamentos tem sido majoritariamente financiado pela conta de capital e financeira, uma reversão do quadro externo ou então uma maior preferência pela liquidez em âmbito internacional, pode abortar a trajetória do crescimento brasileiro dos últimos anos ao provocar sucessivos déficits no balanço de pagamentos. Dessa forma, o crescimento do PIB ficaria limitado pelo balanço de

pagamentos conforme o modelo de Thirlwall exposto na primeira seção.

Em suma, o crescimento do país foi compatível com a restrição externa no período 2003 a 2005, mas seu comportamento no período 2006 a 2010, quando os problemas estruturais voltaram a se manifestar de forma mais marcante, tornou-se preocupante, uma vez que podem restringir o crescimento da economia brasileira no médio e longo prazos.

7 Conclusão

Este artigo teve por objetivo analisar a restrição externa na economia brasileira na década de 2000 tendo como pano de fundo o modelo de Thirlwall. Tendo em vista tal objetivo, o artigo se preocupou em demonstrar que apesar do crescimento surpreendente apresentado nessa década em relação aos anos 90, e da melhora significativa nos dados das contas externas, a restrição externa continua presente, podendo limitar o crescimento da economia brasileira no médio e longo prazos. O crescimento da China tem contribuído para que não ocorra uma queda drástica das exportações brasileiras, retardando os sintomas mais severos da restrição externa. E mais recentemente, devido à crise da Europa, o país tornou-se mais rentável, portanto, o Brasil continua sendo destino seguro para os agentes financeiros. Assim, financiando o déficit em transações correntes no resultado global do balanço de pagamentos, Isto é, o crescimento da economia brasileira está cada vez mais dependente do fluxo de capitais.

Segundo Serrano (2010) a tentativa de acelerar o crescimento do PIB mantendo em operação o sistema de juros altos e câmbio apreciado provoca a explosão das importações, criando uma tendência de deterioração progressiva das contas externas, gerando déficits em conta corrente que podem, no longo prazo, significar o retorno da restrição externa ao crescimento.

Gonçalves (2011) apresenta estimativas do FMI que o país deve experimentar sucessivos déficits em transações correntes da ordem de 3,0% a 3,4% no horizonte de 2016. Esses déficits devem alcançar aproximadamente US\$ 120 bilhões em 2016, o que equivale ao crescimento do passivo externo, superando US\$ 2 trilhões neste mesmo ano. Portanto, o país pode entrar numa trajetória de risco crescente de crise cambial, financeira, fiscal e real no futuro próximo.

Em suma, tendo a base teórica exposto na primeira seção, a estrutura produtiva do país não permitiu ao governo Lula construir uma trajetória de crescimento sustentável no longo prazo. As tímidas políticas de transformação estrutural parecem enfrentar dificuldades mesmo para conter as pressões no sentido de uma maior perda de encadeamentos produtivos.

O tripé de política econômica da economia brasileira, montado para manter o controle da inflação, penaliza o setor exportador e outros mais sujeitos à competição internacional. A taxa de câmbio valorizada tende a especializar a economia na exportação de produtos primários e/ou de baixo conteúdo tecnológico.

Portanto, a economia tende a recorrentemente enfrentar dificuldades para manter o crescimento, oriundas do balanço de pagamentos.

O governo deve procurar outras maneiras de controlar a inflação que não seja elevando a taxa básica de juros, como por exemplo, o controle do crédito, redução do grau de indexação dos serviços públicos e através de instrumentos fiscais para controlar a inflação de custos.

A apreciação cambial poderia ser controlada tanto pela imposição de maiores controles na entrada de capitais quanto pela redução da taxa de juros. Um maior controle de capitais e/ou uma taxa de juros mais próxima da média mundial, tenderia a reduzir a tendência à apreciação cambial e contribuiria, no caso desta última, para reduzir o custo fiscal de carregamento das reservas internacionais e estimular o investimento. Contudo, a desvalorização do câmbio, em busca de uma taxa mais competitiva, deve ser feita observando o movimento da inflação, uma vez que desvalorizações cambiais podem gerar problemas inflacionários e de concentração de renda.

Não obstante, não basta apenas ter uma taxa de câmbio competitiva para dinamizar o setor industrial e sustentar o crescimento no longo prazo. Os próximos governos do país devem desenvolver políticas de desenvolvimento mais ativas, no sentido de aumentar o grau tecnológico das exportações brasileiras e, portanto, reduzir a vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Entretanto, estas sugestões de políticas são complexas e de difícil execução na prática, o limitado propósito aqui é de apenas mostrar alternativas de políticas, além daquelas praticadas pelo governo Lula.

Referências

- Além, A. C.(2009). *Uma reflexão sobre as restrições ao crescimento econômico brasileiro: uma abordagem alternativa à do produto potencial*. In: Crescimento econômico: produto potencial e investimento / Denise Lobato Gentil e Roberto Pires Messenberg, organizadores. – Rio de Janeiro: IPEA.
- Banco Central Do Brasil. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: setembro de 2014.
- Barbosa, F. H.(2011). *O banco central no governo Lula*. Economia & Tecnologia – ano 07, volume especial.
- Batista Jr. P. N.(2002). *Vulnerabilidade externa da economia brasileira*. Versão parcialmente reescrita e atualizada das seções finais de um texto preparado para o seminário “Globalização, Democracia e Desenvolvimento Social”, organizado pelo Centro Brasileiro de Relações Internacionais (CEBRI). Estudos Avançados 16 (45), 2002.
- Bresser-Pereira L. C.(2010). *Déficit, poupança e crescimento*. Economia & tecnologia, ano 06, Vol. 22, Jul./Set. de 2010.
- Cano W. & Ana Lucia Gonçalves (2010). *Política Industrial do Governo Lula*. Texto

- para discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 181, julho de 2010.
- Carcanholo, M. D.(2010). *Inserção externa e vulnerabilidade da economia brasileira no governo Lula*. In. Os anos Lula: contribuições para um balanço crítico 2003-2010, Rio de Janeiro. ed. Garamond, 2010, p. 109-131.
- Carneiro, R.(2002). *Desenvolvimento em crise*. A economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Unesp, Ie-Unicamp, 2002.
- Carvalho, V. R. S.(2007). *A restrição externa e a perda de dinamismo na economia brasileira: investigando as relações entre estrutura produtiva e crescimento econômico*. – Rio de Janeiro: BNDES.
- Curado, M.(2011). *Uma avaliação da economia brasileira no governo Lula*. Economia & tecnologia – ano, 07, volume especial – 2011.
- Filgueiras, L.e *et al.*(2010). *Modelo liberal-periférico e bloco de poder: política e dinâmica macroeconômica nos governos lula*. Os anos Lula: contribuições para um balanço crítico 2003-2010, Rio de Janeiro. ed. Garamond, 2010, p. 35-69.
- Gonçalves, R. (2005). “A macroeconomia de Lula”. in: M. F. de Castro (org.) *A Sociedade Civil e o Monitoramento das Instituições Financeiras Multilaterais*. Brasília: Rede Brasil, 2005, p. 9-40 (ISBN 85-88232-03-0).
- Gonçalves, R (2011). “*Governo Lula e o Nacional-desenvolvimentista às avessas*”.
- Ipeadata (2014). Disponível em: <www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: setembro de 2014.
- Jayme Jr. F. G. & Resende, M. F. C.(2009). *Crescimento econômico e restrição externa: teoria e a experiência brasileira*. Crescimento econômico: setor externo e inflação/Renaut Michel e Leonardo Carvalho, organizadores. – Rio de Janeiro: Ipea, 2009.
- Kaldor, N. (1970). “*The Case for Regional Policies*”. In KALDOR, N., *Further Essays on Economic Theory*, N. York: Holmes & Meier. Scottish Journal of Political Economy Volume 17, Issue 3, pages 337–348, November 1970.
- Kaldor, N.(1967). “Strategic Factors in Economic Development”. Ithaca, NY: *Cornell University Press*, 1967.
- Mattos, F. A. M. & Jaime Jr., F. G.(2011). *Ganhos sociais, inflexões na política econômica e restrição externa: novidades e continuidades no Governo Lula*. Economia & Tecnologia – ano 07, volume especial – 2011.
- Medeiros, C. & Serrano, F. (2001) “*Inserção Externa, Exportações e Crescimento no Brasil*”. In: Fiori, J.L. e Medeiros, C.A. (orgs) *Polarização Mundial e Crescimento*. Petrópolis; vozes, 2001.
- Pastore, A. C.(2010). *Déficits, câmbio e crescimento: uma tréplica*. Economia & tecnologia. ano 06, Vol. 22, Jul./Set. de 2010.
- Prates, D. M. & Cunha, A. M. & Lélis, M. T. C. (2011) “*O Brasil e a crise financeira global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas*”. Revista Economia contemporânea, Rio de Janeiro, v. 15, n. 1, p. 62-91, jan-abr/2011.
- Prates, D. M. *A inserção externa da economia brasileira no governo Lula*. Política Econômica em Foco, n. 7 – nov. 2005/ abr 2006. p. 119-151.
- Prates, D. M.(2005). *Fragilidade encoberta*. Política Econômica em Foco, n. 6 – maio/out. 2005. p. 54-76.

- Prates, D. M.(2010). *O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008*. Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA, 2010. (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 12).
- Prebisch, R.(1949). O Desenvolvimento Econômico da América Latina e alguns de seus principais problemas. In: Bielschowsky, R. (Org.). *Cinquenta Anos de Pensamento da Cepal*. Rio de Janeiro: CEPAL; Record, 1949.
- Serrano, F. & Freitas, F. (2007) “O Supermultiplicador Sraffiano e o Papel da Demanda Efetiva em Modelos de Crescimento”. In: *Circus Revista Argentina de Economía*.
- Serrano F.(2010). *Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil*. Revista de Economia Política, vol. 30, no 1 (117), pp. 63-72, jan-mar/2010.
- Serrano, F. & Summa R.(2011). *Política Macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000*. Observatório da economia global, textos avulsos, n. 06, mar. 2011.
- Silva, J. A.(2014). A Questão da Desindustrialização no Brasil. *Revista Economia & Tecnologia (RET)*, Vol. 10(1), p. 45-75, Jan/Mar 2014.
- Silva, J. A.(2014). Desindustrialização e doença holandesa: o caso brasileiro. *Revista Indicadores Econômicos, FEE*, Porto Alegre, v. 41, n. 3, p. 67-82, 2014b.
- Solow R. M. (1956). “*Contribution to the theory of economic growth*”. *Quarterly Journal of Economics*, v. 70, n. 1, p. 65-94, 1956.
- Thirlwall, A. P. A.(2005). *Natureza do Crescimento Econômico: um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações*. Brasília: IPEA, 2005.
- Thirlwall, A. P.(1979). *The balance of payments constraint as an explanation of international growth rates differences*. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, v.128, 1979.

