

A sustentabilidade das contas externas brasileiras no período 2000-13*

José Alderir da Silva**

Alexandre Tomaz do Nascimento***

Mestre em Economia pela Universidade Federal do Rio
Grande do Norte (UFRN) e professor do
Departamento de Economia da UFRN
Economista graduado pela UFRN

Resumo

O presente artigo pretende realizar uma breve discussão sobre a sustentabilidade das contas externas brasileiras desde o início dos anos 2000 até o primeiro semestre de 2014, destacando o período recente. Esse período se caracterizou por uma bonança externa derivada tanto da valorização dos preços das “commodities” quanto por um maior fluxo de liquidez favorável aos países periféricos. Contudo, nos últimos dois anos, a entrada de capitais no Brasil estagnou-se, e os preços das “commodities” apresentaram a mesma tendência, gerando déficit em transações correntes e diminuição no superávit do balanço de pagamentos. Por outro lado, o câmbio seguiu apreciando-se, aumentando, portanto, as importações e, conseqüentemente, a restrição externa. Além disso, a melhora da economia americana no período recente ameaça uma fuga de capitais dos países emergentes para os Estados Unidos. Assim, é diante desse contexto que se analisará a sustentabilidade das contas externas brasileiras.

Palavras-chave: balanço de pagamentos; restrição externa; passivo externo líquido.

Abstract

This article aims at making a brief discussion on the sustainability of the Brazilian foreign accounts from the beginning of the 2000s to the first semester of 2014, focusing mainly on the recent period. This period is characterized by an external bonanza derived both from the appreciation of the commodity prices and from an increased flow of liquidity favorable to the peripheral countries. However, in the last two years, the capital inflows in Brazil have stagnated and commodity prices have behaved likewise, generating a current account deficit and a decrease in the surplus of the balance of payments. On the other hand, the exchange rate kept appreciating, therefore increasing imports and, consequently, the external restraint. Moreover, the

* Artigo recebido em 07 jul. 2014.
Revisora de Língua Portuguesa: Elen Jane Medeiros Azambuja.

** E-mail: josealderir16@hotmail.com

*** E-mail: xanddybrasil@yahoo.com.br

improvement in the US economy in recent years threatens a capital flight from the emerging countries to the USA. Thus, it is in this context that we will analyze the sustainability of the Brazilian foreign accounts.

Keywords: *balance of payments; external constraint; net external liability.*

1 Introdução

A economia brasileira, na década de 90, foi caracterizada por sucessivas crises externas que, diante de um câmbio fixo e de um baixo nível de reservas internacionais, proporcionaram baixas taxas de crescimento nesse período em relação à média mundial. A década seguinte foi marcada por um cenário externo favorável até 2008, o que permitiu ao País acumular reservas internacionais e reverter o sinal da dívida externa.¹ A valorização dos preços internacionais das principais *commodities* exportadas pelo Brasil e a elevada liquidez internacional, desde 2002, parecem ser os principais responsáveis por essa melhora dos indicadores. Os preços das *commodities* e a conta capital, mesmo com o cenário externo desfavorável pós 2008, continuaram a apresentar crescimento significativo, pelo menos até 2011.

Apesar da melhora das condições de liquidez, o Brasil não conseguiu reduzir sua vulnerabilidade externa com relação ao período pré-crise, já que suas condições de solvência estão deterioradas e com tendência de piora, o que se deve à alta e à baixa elasticidade-renda da demanda por importações e por exportações respectivamente. Assim, uma mudança no cenário externo pode limitar o crescimento da economia brasileira no médio e no longo prazo. Porém essa redução no crescimento econômico pode provocar o aumento das exportações líquidas, gerando melhora do saldo em transações correntes. Contudo, dadas a baixa competitividade da indústria brasileira e a desaceleração da taxa de crescimento dos preços das *commodities*, essa melhora, se ocorrer, tende a ser mais pelo lado das importações do que pela expansão das exportações.

Assim, o objetivo deste trabalho é analisar a evolução das contas externas do Brasil entre o ano 2000 e o primeiro semestre de 2014. Para isso, ele se divide em seis seções: além desta **Introdução** e das

Considerações Finais, a segunda seção expõe a situação do balanço de pagamentos; a terceira analisa os indicadores relativos ao saldo em transações correntes (STC); a quarta seção mostra a evolução da conta capital e financeira; e a quinta disserta sobre a sustentabilidade das contas externas da economia brasileira diante dos indicadores de endividamento.

2 Evolução do saldo do balanço de pagamentos

O saldo do balanço de pagamentos foi financiado pela conta capital e financeira em praticamente todo o período em análise. Dos 14 anos e meio em questão, o saldo do balanço de pagamentos foi financiado em nove deles pela conta capital e financeira, sendo inferior ao saldo em transações correntes apenas no período 2004-05, devido à saída de divisas do Brasil em decorrência do pagamento ao Fundo Monetário Internacional (FMI).

A melhora do setor externo permitiu a redução do déficit no saldo em transações correntes, sobretudo devido à valorização dos preços das *commodities*, alavancada pela demanda da China e da Índia, o que, aliado a uma maior entrada de capitais estrangeiros, contribuiu para o terceiro superávit da era Fernando Henrique Cardoso (FHC) no balanço de pagamentos de, aproximadamente, US\$ 3 bilhões em 2001 (Tabela 1).²

Não obstante isso, essa trajetória favorável a ambas as rubricas do saldo do balanço de pagamentos foi temporariamente limitada. Depois de quatro anos com superávits elevados na conta corrente, essa começou a deteriorar-se em 2006 e teve uma redução drástica em 2007, indicando sinais de mu-

¹ Ver Silva e Lourenço (2014) para uma análise da demanda agregada no período 2000-10.

² O primeiro e o segundo superávits da era FHC, cujos valores correspondem a US\$ 12,9 e US\$ 8,7 bilhões respectivamente, ocorreram em 1995 e 1996. Apesar da queda no saldo do balanço de pagamentos, no final do Governo FHC, em 2002, esse ainda foi superavitário em US\$ 302 milhões.

dança no cenário externo, principalmente na balança comercial. Por outro lado, o saldo da conta capital e financeira foi superavitária em quase US\$ 90 bilhões, contribuindo para o maior superávit (US\$ 87 bilhões) do saldo do balanço de pagamentos no período em estudo.

No ano seguinte, a crise financeira contaminou as contas externas, mas ainda permitiu o superávit no saldo do balanço de pagamentos. Desse ano em diante, as duas contas do saldo do balanço de pagamentos seguiram trajetórias distintas, pelo menos até 2011. Enquanto o saldo em transações correntes se tornou cada vez mais deficitário, o saldo da conta capital e financeira passou a apresentar superávits crescentes.

Tabela 1

Saldo do balanço de pagamentos, em US\$ milhões, do Brasil — 2000-1º sem./14

PERÍODOS	TRANSAÇÕES CORRENTES (A)	CONTA CAPITAL E FINANCEIRA (B)	ERROS E OMISSÕES (C)	BALANÇO DE PAGAMENTOS (A+B+C)
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	-95	29.847
2007	1.551	89.086	-3.152	87.484
2008	-28.192	29.352	1.804	2.964
2009	-24.302	71.301	-347	46.651
2010	-47.273	99.912	-3.538	49.101
2011	-52.473	112.381	-1.271	58.637
2012	-54.249	70.010	3.138	18.900
2013	-81.374	73.778	1.001	-6.596
1º sem./14	-43.312	52.696	2.640	12.024

FONTE: Bacen (2014).

O saldo da conta corrente seguiu em queda, passando a ser deficitário de 2008 em diante, enquanto o saldo da conta capital e financeira passou 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 ocorreu antes da crise financeira de 2008. Esse fenômeno pode ser devido tanto à retomada do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) — que pressionou as importações — quanto ao processo de valorização do real, que parece ter contribuído para a queda, ao menos conjuntural, do saldo comercial e tem provocado a ampliação do déficit na conta de rendas.

Nos dois últimos anos da série, o déficit em transações correntes aumentou 50%, e o saldo da conta capital e financeira apresentou uma redução de quase 40% entre 2011 e 2013, reduzindo, drasticamente, o saldo global do balanço de pagamentos, o qual, depois de 12 anos, alcançou um déficit de US\$ 6,5 bilhões em 2013. Contudo, embora o saldo em transações correntes, no primeiro semestre de 2014, apresente tendência semelhante à do ano anterior, o saldo da conta capital e financeira parece confirmar sua recuperação, sendo mais que suficiente para financiar o déficit em transações correntes, de modo que o resultado final sobre o saldo do balanço de pagamentos é positivo.

Essa evolução recente parece estar relacionada tanto à desaceleração da taxa de crescimento dos preços das *commodities* quanto a uma leve restrição de liquidez para os países emergentes, devido à melhora das economias desenvolvidas. Porém esse aumento da restrição de liquidez não se agravou para o caso da economia brasileira, como mostram os dados do primeiro semestre de 2014. Assim, apesar da crise financeira, o cenário externo para o Brasil até 2010 foi relativamente benigno, principalmente pela valorização dos preços das *commodities* e pela maior liquidez externa. Porém os preços das *commodities* já mostram sinais de estagnação, o que tende a pressionar o déficit em transações correntes e, por isso, pode tornar-se um problema para o crescimento do PIB nos próximos anos.

Assim, a melhora no saldo do balanço de pagamentos na última década não foi acompanhada pelo rompimento do problema estrutural do balanço de pagamentos, uma vez que a melhora da restrição externa no curto prazo só possibilita o crescimento sustentado se a estratégia de crescimento baseada na demanda tiver êxito em garantir o *catch up* tecnológico, fato que não ocorreu no Brasil. Pelo contrário, o câmbio apreciado durante praticamente toda a década quebrou elos importantes da indústria nacional, aumentando as restrições externas da economia brasileira.

A estratégia de uma indústria competitiva internacionalmente ficou em segundo plano pelos formuladores de política econômica do Governo, na última década, e à mercê da estabilidade de preços. Sendo essa controlada pelo aumento da taxa de juros e, indiretamente, pela apreciação cambial, o controle da inflação prejudicou duplamente a indústria.

Permanecendo a queda dos preços das *commodities* e diante de uma maior restrição de liquidez, as crises de balanço de pagamentos podem voltar a

aparecer no cenário brasileiro. Não obstante isso, as reservas do Brasil acumuladas ao longo do período 2000-1º sem./14 podem aliviar as pressões sobre o balanço de pagamentos. A descoberta da camada pré-sal, que tornará o Brasil um grande exportador de petróleo nos próximos anos, também pode aliviar as pressões sobre o saldo em transações correntes. No entanto, não se podem menosprezar os riscos evidentes dos problemas estruturais que a economia brasileira apresenta, dadas a alta e a baixa elasticidade-renda da demanda por importações e por exportações.

Para uma melhor compreensão do tamanho do desafio que se coloca para o Brasil nos próximos anos, é preciso realizar-se uma análise desagregada do saldo do balanço de pagamentos. É isso que será feito nas próximas seções.

3 Evolução do saldo em transações correntes

O tema da restrição externa é um problema da economia brasileira desde o início da produção agro-exportadora. A renda dos produtores de café, por exemplo, era, em grande parte, destinada à importação de bens industriais no exterior. Do final da década de 70 até meados dos anos 80, o Brasil foi obrigado a interromper seu crescimento, com média de 7% ao ano, para impulsionar o crescimento das exportações, uma vez que a alta da taxa de juros americana reverteu os fluxos de capitais na direção dos Estados Unidos, deixando as economias da América Latina e da Ásia com déficits em balanço de pagamentos. Com isso, o Brasil teve de interromper seu projeto de desenvolvimento, para equilibrar as contas externas. Dentro desse contexto, os bens primários passaram a receber maior atenção do Estado.

A política de câmbio fixo da década de 90 teve diversos ataques³ até a desvalorização, em 1999, que se traduziu no chamado tripé de política econômica, o qual, além do câmbio flutuante, foi composto por metas de superávit primário e por metas de inflação. Essa política econômica foi mantida tanto no Governo Lula (2003-10) quanto no Governo Dilma (2011-13), embora o câmbio tenha tido flutuação suja, e as decisões do Banco Central tenham sido influenciadas por

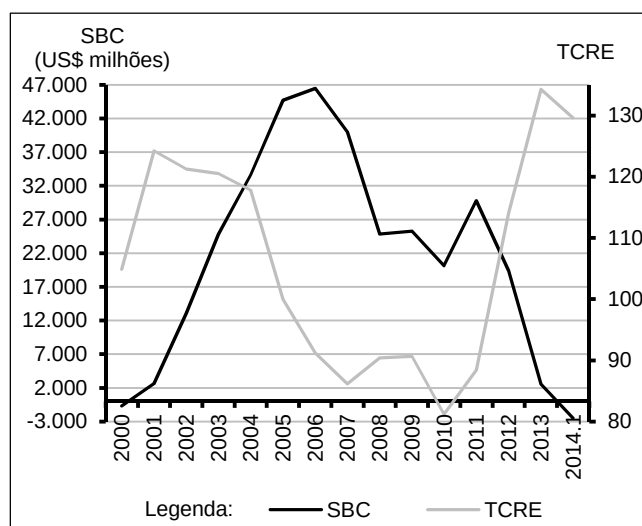
ambos os governos (como também ocorreu no Governo FHC), sobretudo, em períodos de alta inflação e quando o Governo pretendia estimular o investimento privado.⁴

Depois da depreciação do câmbio real em 2002, o que ficou conhecido como “feito Lula”, a década de 2000 foi favorecida por uma bonança externa (exceto no período 2008-09) que levou o País a obter superávits comerciais.

Contudo o superávit comercial iniciou sua trajetória de queda em 2006, dado que o crescimento das importações superou o crescimento das exportações nesse ano, passando a apresentar déficit de quase US\$ 2,5 bilhões no primeiro semestre de 2014. Assim, o Brasil encontra-se com sua balança comercial com saldo semelhante ao apresentado no início da década (Figura 1).

Figura 1

Saldo da balança comercial (SBC) e taxa de câmbio real efetiva (TCRE) do Brasil — 2000-1º sem./14



FONTE: Bacen (2014).

Observa-se, pela Figura 2, o crescimento das importações vis-à-vis o crescimento das exportações a partir de 2004, quando o câmbio começou sua trajetória de apreciação. Porém, somente dois anos depois, o crescimento das importações superou o crescimento das exportações, diante da apreciação cambial e do crescimento do PIB, esse diferencial foi ampliado pelo menos até o agravamento da crise de 2008-09. Isso, de certo modo, revela que a economia

³ Esses ataques ocorreram devido às sucessivas crises que ocorreram no México, em 1995; na Ásia, em 1997; e na Rússia, em 1998.

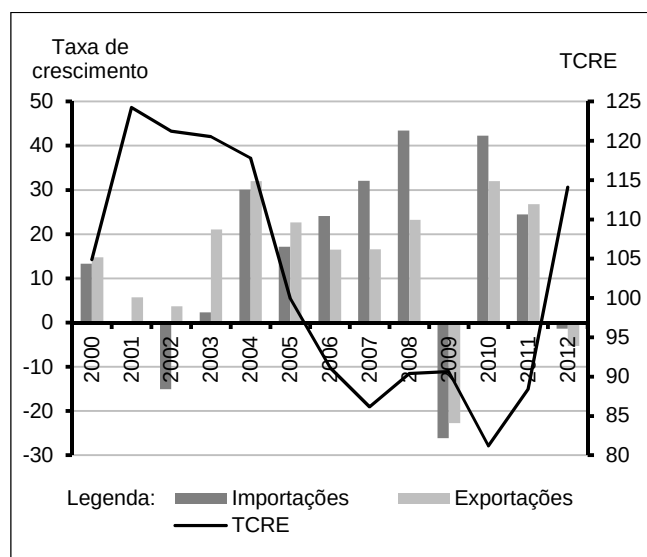
⁴ Um aspecto que mostra claramente a intervenção do governo no Banco Central são as medidas “antagônicas” de aumento da taxa de juros e, ao mesmo tempo, de expansão do crédito, como ocorreu no Governo Lula e tem ocorrido no Governo Dilma.

brasileira continua a apresentar, no período 2000-1º sem./14, alta e baixa elasticidade-renda da demanda por importações e exportações respectivamente, o que, combinado com uma taxa de câmbio real apreciada, tende a provocar déficits no saldo comercial.

Embora a valorização dos preços das *commodities* tenha contribuído para o saldo ainda positivo da balança comercial, também contribuiu para pressionar os preços domésticos. Portanto, essa apreciação cambial foi fundamental para manter a taxa de inflação próxima da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). O problema, segundo Bresser-Pereira (2013) e Silva (2014b), é que a apreciação cambial está causando efeitos nocivos no crescimento das exportações da indústria de transformação e, ao mesmo tempo, substituindo a demanda interna por importações.

Figura 2

Taxas de crescimento das exportações e das importações e taxa de câmbio real efetiva (TCRE) do Brasil — 2000-13



FONTE: Bacen (2014).

O argumento dos autores acima faz sentido, dado que o crescimento do coeficiente de penetração das importações ocorre desde 2003 e de forma quase contínua, tendo tido apenas uma inflexão, em 2009, como resultado da depreciação cambial provocada pela crise financeira americana. O coeficiente de penetração das importações deslocou-se de 12,1% em 2003 para 23% em 2012. Em outras palavras, 23% do consumo brasileiro passou a ser realizado por importações em 2012. O inverso ocorreu com o coeficiente

de penetração das exportações⁵, que, depois do pico de 20,4% em 2006, passou para 18,1% em 2012.

Como pode ser observado na Figura 2, o câmbio teve influência no ritmo de crescimento das importações e das exportações, o que corrobora a hipótese dos autores Bresser-Pereira (2010) e Oreiro e Feijó (2010) de “doença holandesa”. Diante de uma indústria manufatureira pouco competitiva, a apreciação do câmbio real sucateia os setores que concorrem via preço, o que, combinado com o crescimento da produtividade abaixo da elevação do salário, tem aumentado o custo de produção. Esse aumento de custo, por um lado, reduz as exportações brasileiras drasticamente e, por outro, provoca a substituição da produção de insumos domésticos por importados.⁶

Não obstante isso, essa suposta “doença holandesa” pode encontrar explicação na ascensão da indústria chinesa. Primeiramente, pela necessidade de matérias-primas, o crescimento da indústria chinesa levou ao aumento das exportações de *commodities* do Brasil; em segundo lugar, a apreciação da moeda brasileira e a depreciação da moeda chinesa combinadas à alta competitividade da indústria chinesa e à baixa competitividade da indústria brasileira geraram um processo de substituição da produção doméstica; em terceiro lugar, essa combinação não substituiu apenas a demanda doméstica, mas, também, a demanda externa, ou seja, parte da redução das exportações brasileiras de manufaturados foi provocada pela alta competitividade da indústria chinesa também no mercado externo (Silva, 2014).

Diante desses três fatores, a política econômica encontra-se em um *trade-off*: se forem utilizadas medidas protecionistas em relação à China para se resguardarem a indústria nacional e seu mercado doméstico, a participação das exportações brasileiras na economia mundial pode cair, uma vez que a China pode reagir negativamente a essa medida protecionista; por outro lado, se for deixado como está, a suposta “doença holandesa” agravar-se-á, e a estrutura produtiva da economia brasileira tenderá a regredir. Enquanto esse dilema não é resolvido, o resultado líquido do movimento inverso entre as exportações e as importações tem sido a deterioração do saldo da balança comercial, sobretudo, nos segmentos de maior intensidade tecnológica, no período pós 2006.

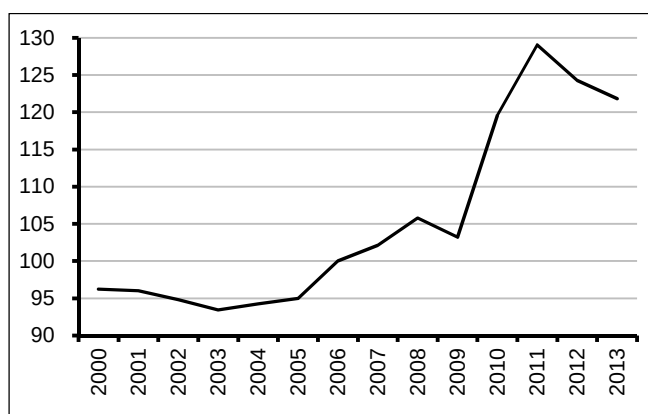
⁵ Calculado sobre fluxos acumulados em quatro trimestres a preços constantes de 2007. É o percentual do valor total da produção destinado às exportações.

⁶ Para uma visão distinta em relação à “doença holandesa”, ver Silva (2014).

Todavia, essa deterioração do saldo comercial não foi ainda mais prejudicial à economia devido à melhora dos termos de troca (Figura 3). O crescimento da indústria chinesa alavancou os preços das *commodities*, principalmente, os de minério de ferro. Sendo o Brasil grande produtor de *commodities*, a China tornou-se um grande parceiro comercial da economia brasileira, o que fez aumentarem nossas exportações primárias.

Figura 3

Termos de troca do Brasil — 2000-13



FONTE: Bacen (2014).

Sendo a China um grande *player* mundial por gerar efeitos inversos sobre os preços das matérias-primas e dos bens manufaturados, ou seja, alta dos preços das *commodities* e baixa dos preços de manufaturados, ela provocou a melhora dos termos de troca do Brasil, que passou a ter elevação das exportações primárias e queda das exportações manufaturadas, de modo que o primeiro efeito foi maior que o segundo, gerando, portanto, superávit (ou amenizando a queda) na balança comercial até, pelo menos, o final de 2013.

Esse impacto sobre os termos de troca pode ter contribuído para aliviar os efeitos negativos da crise financeira de 2008-09. Dada a composição das pautas de importação e de exportação, o aumento dos preços das *commodities* permitiu uma taxa de crescimento das exportações ainda elevada em 2008, gerando um superávit comercial de US\$ 25 bilhões. Por outro lado, a redução dos preços de bens importados amenizou os efeitos sobre o crescimento da economia brasileira em 2009.

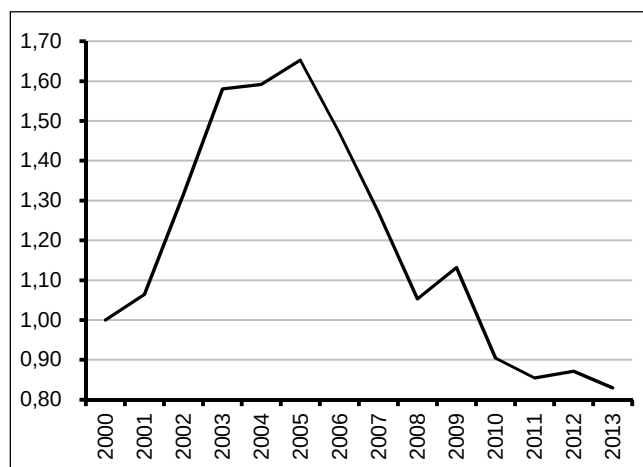
No entanto, no período 2012-14, a taxa de câmbio passou a depreciar-se, gerando o efeito esperado sobre as importações, mas não foi suficiente para recuperar o crescimento das exportações (apresentando quedas de 5% e de 16% respectivamente).

Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, v. 42, n. 3, p. 45-62, 2015

Três fatores adicionais podem explicar essa queda nas exportações, mesmo com a taxa de câmbio real depreciada: a desaceleração do crescimento da China, a desaceleração da taxa de crescimento dos preços das *commodities* e o agravamento da crise na Europa.

Considerando a relação entre o *quantum* exportado e o importado (Figura 4), pode-se ter uma ideia da importância da valorização dos preços das *commodities* no saldo comercial, uma vez que o *quantum* importado tem crescido relativamente mais rápido que o exportado. Porém isso acaba gerando efeitos duvidosos sobre as contas externas. Por um lado, nos períodos de *boom* internacional, a disponibilidade de financiamento externo e os termos de troca são favoráveis, o que, de certo modo, permite um aumento das importações, sem pressionar as contas externas. Por outro lado, em períodos de desaceleração internacional, há a necessidade de reduzir a velocidade de crescimento das importações e de aumentar a velocidade das exportações, para aliviar a pressão do déficit sobre o saldo comercial. Porém, nesses contextos, os preços das exportações caem significativamente, o que requer um corte drástico das importações e um aumento expressivo das exportações.

Figura 4

Relação entre o *quantum* exportado e o *quantum* importado no Brasil — 2000-13

FONTE: Bacen (2014).

NOTA: Base 2000 = 100

Além disso, observa-se que o crescimento mais rápido do *quantum* importado ocorreu no período 2005-10, no qual o crescimento médio foi de 4,5% ao ano, tratando-se, portanto, de um indicador de vulnerabilidade externa.

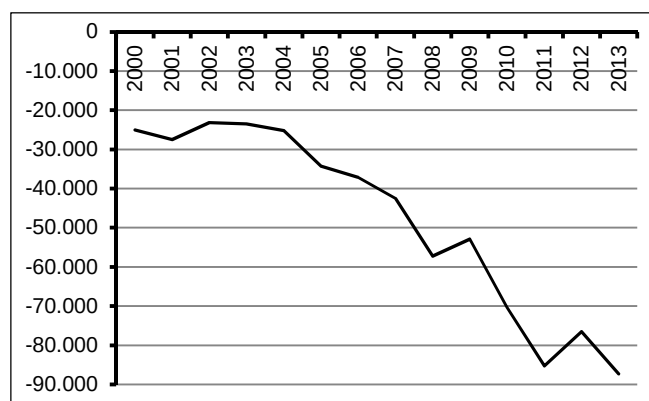
Porém a balança comercial não é o único indicador que está pressionando as contas externas. Ob-

serva-se, na Figura 5, que o saldo da conta de serviços e rendas tem contribuído de forma negativa para o saldo em transações correntes, sendo decisivo a partir de 2008, quando o saldo da conta de serviços e rendas superou o saldo da balança comercial.

Esse fenômeno se agravou principalmente a partir de 2004, quando a forte valorização real do câmbio levou 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 ocorreu também por causa do aumento do déficit na subconta de viagens internacionais⁷, devido à maior atratividade do turismo no exterior, nesse contexto de forte valorização cambial (Prates, 2005). Esses fatores foram intensificados nos anos seguintes, sobretudo a partir de 2007, quando a taxa de câmbio ficou abaixo dos R\$ 2,00/US\$.

Figura 5

Saldo da conta de rendas (SCR), em US\$ milhões, do Brasil — 2000-13



FONTE: Bacen (2014).

Segundo Filgueiras *et al.* (2010), o déficit na conta de rendas deve-se a três razões: primeiro, à maturação dos fluxos de investimentos diretos que entraram no País durante as privatizações do Governo FHC; segundo, às maiores taxas de crescimento da economia e, também, à eclosão da crise econômica, que induziu empresas estrangeiras atuantes no Brasil a um maior envio de capitais às suas matrizes, já que grande parte delas foi fortemente afetada por esse evento. Assim, com uma balança comercial deterio-

rando-se e com uma conta de serviços e rendas apresentando déficits crescentes, devido à pouca influência das transferências unilaterais correntes, o resultado foi déficit em transações correntes de 2008 em diante. Essa situação, então, levou ao aumento do Passivo Externo Líquido (PEL) da economia brasileira.

4 Evolução da conta capital e financeira

Diante de déficits em conta corrente, as contas externas passaram a ser sustentadas pela conta capital nos dois primeiros anos da década de 2000 e no período 2008-13. Não obstante isso, a conta corrente já mostrava sinais de deterioração desde 2005. Mesmo em 2008, quando o ingresso de capital estrangeiro foi menor, e a saída de capitais brasileiros foi maior, o déficit em transações correntes foi financiado pela conta capital e financeira (CCF).

Tabela 2

Conta capital e financeira, em US\$ milhões, do Brasil — 2000-1º sem./14

PERÍODOS	CONTA CAPITAL (A)	CONTA FINANCEIRA (B)	CONTA CAPITAL E FINANCEIRA (A + B)
2000	273	19.053	19.326
2001	-36	27.088	27.052
2002	433	7.571	8.004
2003	498	4.613	5.111
2004	372	-7.895	-7.523
2005	663	-10.127	-9.464
2006	869	15.430	16.299
2007	756	88.330	89.086
2008	1.055	28.297	29.352
2009	1.129	70.172	71.301
2010	1.119	98.793	99.912
2011	1.573	110.808	112.381
2012	-1.877	71.886	70.010
2013	1.194	72.583	73.778
1º sem./14	334	52.362	52.696

FONTE: Bacen (2014).

O desempenho da conta capital foi modesto ao longo da década, tendo uma participação média de 1,2% no saldo da conta capital e financeira. Assim, a maior parte do movimento se deve à conta financeira (Tabela 2). No que concerne à evolução dessa rubrica, podemos destacar quatro fases essenciais:

- (1) escassez de fluxos de capitais de natureza financeira, no período 1999-2003, para os paí-

⁷ Esse aumento da subconta viagens, como o aumento do consumo de importados, pode ser resultado do aumento da renda, o que seria um sintoma de sucesso da política econômica. No entanto, esse aumento da renda combinado com a apreciação cambial, dada a alta propensão a importar, tem provocado a expansão das importações, gerando efeitos nocivos à economia brasileira.

- ses emergentes, inclusive para o Brasil, devido às crises asiática, russa e brasileira;
- (2) novo ciclo de liquidez internacional iniciado no final de 2003 para os países periféricos em um contexto de maior aversão pró-cíclica ao risco dos capitais financeiros até pelo menos a crise financeira de 2008;
 - (3) passados os efeitos mais severos da crise financeira, surgiu, no período 2009-11, um novo ciclo de liquidez, provocado pelo diferencial de taxas de juros e de crescimento econômico entre os países desenvolvidos e os emergentes;
 - (4) ameaça de contração da liquidez internacional, entre 2012 e 2013, desfavorável aos países periféricos, devido à reversão da terceira fase, que parece não prevalecer no primeiro semestre de 2014.

Na primeira fase, o superávit no saldo da conta financeira ocorreu devido à entrada de investimento direto estrangeiro (IDE), relacionado, sobretudo, à finalização do processo de privatização e às operações com o FMI. Essas operações ocorreram por causa da necessidade de fechar as contas externas frente ao déficit em transações correntes nesse período.

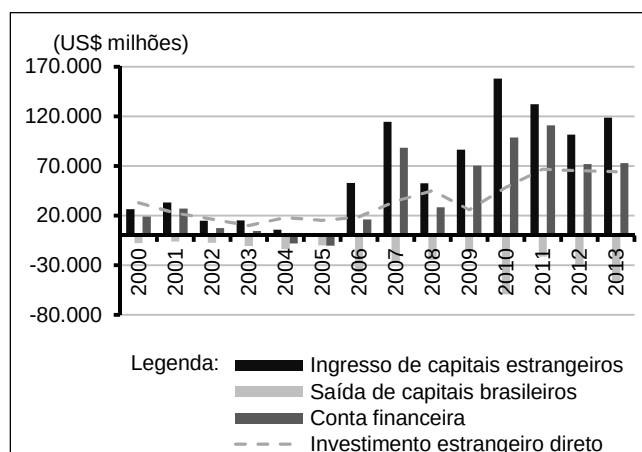
Na segunda fase, o déficit na conta capital e financeira, em 2004-05, não se deveu à menor entrada de capitais, mas à maior saída de divisas do País. Nesse período, ocorreram ingressos de capitais, sobretudo, de IDE e de aplicações de portfólio. Porém também ocorreu uma grande saída de divisas tanto pela quitação das dívidas junto ao FMI quanto pelo aumento do investimento direto brasileiro no exterior. O resultado foram déficits na conta financeira e na CCF superiores a US\$ 10 e 9 bilhões respectivamente. Já em 2006, ocorreu uma saída de US\$ 36 bilhões de capitais brasileiros derivada da aquisição de uma mineradora no exterior pela Companhia Vale do Rio Doce (Figura 6).

A terceira e a quarta fases estão correlacionadas. O crescimento e a inflexão da CCF pós-crise financeira podem ser explicados a partir de dois pontos. Primeiramente, com a crise financeira internacional, a resposta das economias avançadas foi a redução da taxa de juros, o que produziu um ambiente externo de taxas de juros historicamente baixas, fazendo surgir, no segundo trimestre de 2009, um novo ciclo de liquidez internacional para as economias emergentes. Aliado a esse ambiente financeiro externo favorável, o diferencial positivo de crescimento entre as economias emergentes e as maduras atuou

no sentido de estimular a forte entrada de capitais no grupo dos primeiros países. Porém esse processo se inverteu a partir de 2011, com a desaceleração do crescimento nos países emergentes e com a melhora nas economias maduras, gerando, assim, a quarta fase (Akyüz, 2011).

Figura 6

Conta financeira e fluxos brutos de capitais do Brasil — 2000-13



FONTE: Bacen (2014).

A combinação da melhora significativa dos mercados e das instituições financeiras com a recuperação das economias desenvolvidas, no segundo semestre de 2009, gerou um novo ciclo de liquidez para as economias emergentes, que apresentavam melhor situação macroeconômica, dados o diferencial de juros e a menor aversão ao risco dos investidores que fomentaram os fluxos de capitais para essas economias (Prates et al, 2011).

Nesse contexto, ocorreu um ingresso significativo de capitais no Brasil. Em 2009, a entrada de capitais estrangeiros foi superior a US\$ 86 bilhões, um crescimento de 65% em relação a 2008. Além disso, outros fatores contribuíram para o superávit na conta financeira, como a menor saída de capitais brasileiros para o exterior, que foi cerca de 35% inferior à do ano anterior, devido sobretudo, ao retorno líquido dos investimentos brasileiros em relação às economias desenvolvidas.

Essa tendência permaneceu em 2010, quando o ingresso de capitais estrangeiros alcançou US\$ 158 bilhões. Desse total, 68 bilhões corresponderam aos investimentos estrangeiros em carteira, um crescimento de 41% em relação a 2007. Porém ocorreu também uma maior saída de capitais brasileiros, com valor correspondente a US\$ 59 bilhões, influenciada, principalmente, pelo empréstimo e pelo financiamento

de curto prazo, que representaram 62% dessas saídas em 2010, o que pode estar relacionado com o aumento da taxa de juros a partir do segundo trimestre daquele ano.

Em 2011, a conta financeira atingiu o pico — US\$ 110 bilhões —, proporcionado não por uma maior entrada de capitais estrangeiros, mas por uma menor saída de capitais brasileiros para o exterior. Contudo, no ano seguinte, entrou em declínio, levando a um valor similar ao do ano de 2009 — US\$ 72 bilhões. No entanto, esse resultado similar ao da fase de recuperação da crise financeira deveu-se a medidas voltadas para a competitividade do setor produtivo, uma vez que os efeitos negativos da apreciação real do câmbio sobre a indústria nacional passaram a preocupar o Governo.

Buscando amenizar a desaceleração da indústria, o Governo começou a intervir no mercado cambial no final de 2010, aumentando a alíquota do Imposto Sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros (IOF) e mudando as regras de recolhimento do compulsório sobre posições vendidas em câmbio durante o ano de 2012. Além dessas medidas macroprudenciais, o Governo Dilma iniciou mais um ciclo de redução da taxa de juros do País, reduzindo-a de 12,5% para 7,25% entre julho de 2011 e abril de 2013. Diante dessas políticas, o câmbio depreciou-se, chegando a ficar acima de R\$2,00/US\$. A indústria reagiu, porém não foi a única. A depreciação cambial teve seus efeitos inflacionários, de modo que a inflação foi mais sentida do que o crescimento da indústria. Com isso, o ciclo de queda da taxa de juros encerrou-se em maio de 2013, quando o Banco Central, contrariando as expectativas do mercado financeiro, aumentou a taxa de juros em 0,5%.

A estratégia de política econômica do Governo, voltada para gerar competitividade na indústria, gera aumento de inflação. Diante dos efeitos dessa na sociedade, que sempre remetem à hiperinflação dos anos 80-90, as autoridades monetárias são pressionadas a aumentar a taxa de juros, já que, ao apreciar-se o câmbio real, reduz-se a taxa de inflação. Portanto, existe um *trade-off* entre depreciar o câmbio para gerar competitividade na indústria e o controle da inflação.

Outro fator que contribuiu para essa reversão da política monetária brasileira foi o pronunciamento de Ben Bernanke, Presidente do Federal Reserve Bank (FED), sinalizando a possibilidade de uma política monetária menos favorável aos países dependentes de capitais externos, o que provocou um movimento de fuga para o dólar e a liquidação de posições em

moedas e ativos emitidos por países emergentes. Por ser extremamente volátil e por seguir um comportamento de manada⁸, o efeito do pronunciamento de Bernanke — a reversão dos fluxos de capitais em direção ao dólar — já era esperado. Embora esse pronunciamento tenha provocado apenas flutuações de curto prazo e não se saiba realmente quando o FED vai aumentar a taxa de juros, o fato é que, cedo ou tarde, esse aumento vai ocorrer, levando consigo grande parte dos capitais que se encontram no Brasil.

Como o Brasil conheceu um período de inflação elevada, quando essa ameaça fugir da meta estabelecida pelo Copom, os agentes esperarão uma inflação maior. Esse tipo de expectativa pode ter influenciado na tomada de decisão do Banco Central de elevar a taxa de juros em 0,5%, uma vez que o aumento da taxa de juros tem efeitos defasados no tempo. Por outro lado, o Governo pode estar prevendo-se também de uma subida da taxa de juros americana, “anunciada” pelo Banco Central americano em meados de 2013.

O pronunciamento do Presidente do FED provocou a segunda maior saída de capital da série em análise (Figura 6). Segundo Prates e Cunha (2013), no caso da economia brasileira, o impacto negativo desse movimento sobre a conta financeira foi atenuado pela política de aumento da taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e pela flexibilização dos controles de capitais.

Todavia, enquanto diversas economias emergentes reduzem suas taxas de juros, o Brasil seguia a via contrária. A taxa Selic, que parecia seguir para “patamares civilizados”, reverteu essa tendência, passando de 7,25% em maio de 2013 para 10% no final do mesmo ano e para 11% em junho de 2014.

As medidas macroprudenciais também foram revertidas. Frente ao quadro de instabilidade nos mercados financeiros devido à crise na Zona do Euro, essas foram orientadas no sentido de evitar uma fuga maior de capitais e, ao mesmo tempo, atrair investidores para o Brasil.⁹ O Governo, que até os primeiros meses de 2013 aumentava a alíquota do Imposto sobre Operações de Crédito (IOF) para evitar a apreciação do câmbio, eliminou essa alíquota em junho de 2013, buscando aumentar o fluxo de capitais no País com o objetivo de reduzir a taxa de câmbio real, para evitar problemas maiores de inflação e de balanço de

⁸ Ver Pérez Caldentey e Vernengo (2012).

⁹ O que foi, portanto, contrário aos princípios dos mercados eficientes da visão ortodoxa (Arestis; Sawyer, 2010) e de acordo com a literatura pós-keynesiana (Davidson, 2011).

pagamentos. Desse modo, observa-se uma mudança súbita dos objetivos da política econômica do Governo: o problema deixa de ser a sobreapreciação real do câmbio e passa a ser a sobredepreciação. Prates e Cunha (2013) argumentam que tais medidas têm um caráter preventivo, visando à moderação da elevação do PEL brasileiro.

Em suma, a economia brasileira parece presa a um modelo de política econômica cujo objetivo principal é a estabilidade e não o crescimento. O problema é que a valorização dos preços das *commodities* gera duas dificuldades sobre a economia brasileira: (a) o aumento de suas exportações tem gerado a apreciação cambial¹⁰, o que reduz a competitividade da indústria nacional e, ao mesmo tempo, contribui para baixar a inflação; (b) por outro lado, a valorização dos preços das *commodities* aumenta o custo da produção doméstica que se utiliza desses insumos, aumentando os preços internos.¹¹

Quando o segundo efeito é maior que o primeiro, a inflação aumenta. Uma vez que, diferentemente da concepção ortodoxa em relação ao regime de metas de inflação, em que a taxa de juros pressiona a demanda agregada, e essa, a inflação, o canal principal pelo qual a taxa de juros pressiona os preços domésticos é a taxa de câmbio nominal¹², dessa forma, apreciando ainda mais o câmbio real e reduzindo, de forma drástica, a competitividade da indústria brasileira. Por outro lado, o aumento da taxa de juros desestimula o investimento dentro da indústria. Portanto, a política de controle inflacionário se torna duplamente perversa à indústria brasileira e, desse modo, ao próprio crescimento da economia. No entanto, foi isso que ocorreu durante praticamente toda a década passada.

Apesar disso, desde 2011, tem ocorrido uma tendência de estagnação dos preços das *commodities*, gerando os dois efeitos acima, porém contrários, isto é, a estagnação dos preços das *commodities* gera uma queda no valor das exportações, reduzindo a entrada de divisas no País e, portanto, depreciando o câmbio. Contudo a estagnação de preços das *commodities* também provoca a queda da inflação. Sendo o segundo efeito maior que o primeiro e diante de situações externas favoráveis, o Governo consegue espaço para reduzir a taxa de juros, depreciando

ainda mais o câmbio sem gerar pressões inflacionárias que ameacem a meta estabelecida. Feito isso, a política de controle inflacionário torna-se duplamente favorável à indústria.

Isso de fato ocorreu entre 2011-13, no entanto, a situação externa se reverteu momentaneamente e, junto com ela, a trajetória da taxa de juros. Como a queda do valor das exportações de *commodities* não foi coberta pelo aumento das exportações de bens industriais, o saldo comercial foi reduzido, aumentando o déficit em transações correntes. Com a ameaça do governo americano de aumentar a taxa de juros, os investidores buscaram posições mais seguras, levando o governo brasileiro a aumentar a taxa de juros, na tentativa de continuar financiando o déficit em transações correntes. No entanto, dada a baixa competitividade da indústria brasileira, o déficit em transações correntes foi superior ao superávit na conta capital e financeira, gerando, depois de 12 anos, déficit no saldo do balanço de pagamentos em 2013. Entretanto, apesar de o saldo em transações correntes continuar deficitário, o saldo da conta capital e financeira parece mostrar sinais de recuperação no primeiro semestre de 2014, permitindo obter-se um superávit no saldo do balanço de pagamentos.

Assim, dentro desse contexto macroeconômico, qual a situação das contas externas no curto e no longo prazos caso os déficits no saldo do balanço de pagamentos permaneçam por algum tempo? Responder a essa pergunta é o objetivo da próxima seção.

5 A sustentabilidade das contas externas brasileiras

Uma forma de analisar a sustentabilidade das contas externas é através dos indicadores de liquidez e de solvência externas. Os primeiros indicadores estão relacionados com a capacidade do País de cumprir seus compromissos de curto prazo em moeda estrangeira. A situação de liquidez pode ser observada a partir da razão entre (a) a dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais; (b) a dívida externa de curto prazo e as exportações; e (c) as importações e as reservas internacionais. Quanto maior o resultado dessas relações, mais deterioradas se encontram as condições de liquidez.

¹⁰ Ver Bresser-Pereira (2013).

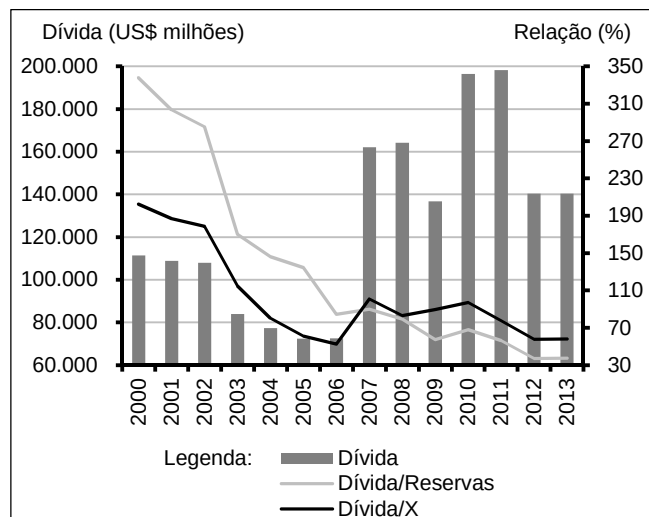
¹¹ Ver Serrano (2013) e Black (2013).

¹² Lara (2012) argumenta que a valorização nominal do câmbio, nos anos 2000, não foi um subproduto indesejado da política monetária, mas o canal essencial pelo qual essa foi capaz de manter as taxas de inflação dentro das metas estabelecidas.

Para o primeiro indicador de liquidez, observa-se uma evolução positiva (Figura 7). Embora a dívida externa de curto prazo tenha apresentado crescimento significativo ao longo da série em análise, sua participação nas reservas internacionais foi reduzida drasticamente de cerca de 340% em 2000 para 285% em 2002 e para menos de 40% em 2013.

Figura 7

Dívida externa de curto prazo e relação da dívida com as reservas e as exportações (X) do Brasil — 2000-13



FONTE: Bacen (2014).

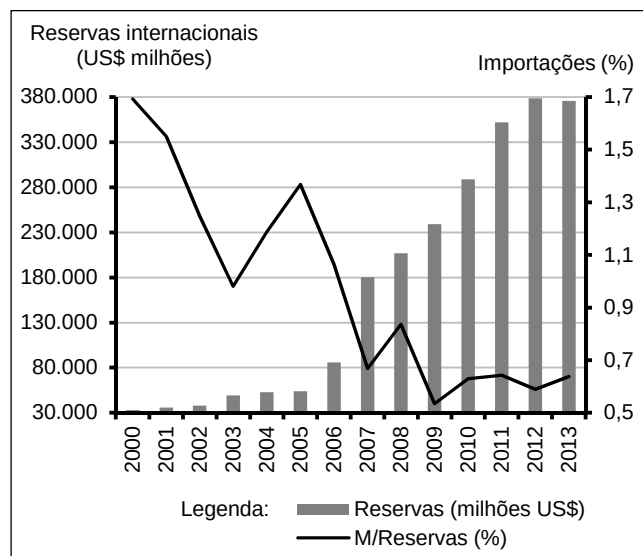
A redução desse indicador se deve ao crescimento das reservas internacionais *vis-à-vis* o crescimento da dívida externa de curto prazo. O segundo indicador também segue trajetória semelhante, passando de 202% em 2000 para 58% em 2013.

Do mesmo modo, o terceiro indicador de liquidez apresentou redução significativa no período em análise. Como pode ser visto na Figura 8, a razão entre a participação das importações nas reservas internacionais diminuiu também de forma expressiva já nos primeiros anos da década. Contudo, depois de alcançar 53% em 2009, esse indicador mostrou leve tendência de crescimento nos anos seguintes, alcançando 64% em 2013.

Assim, diante desses três indicadores, identifica-se uma melhora significativa nas condições de liquidez externa da economia brasileira na série analisada.

Figura 8

Reservas internacionais do Brasil e porcentagem das importações — 2000-13



FONTE: Bacen (2014).

Certamente, a melhora desses indicadores 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, menos haverá margem para a importação de bens de capital com esses recursos (Além, 2009).

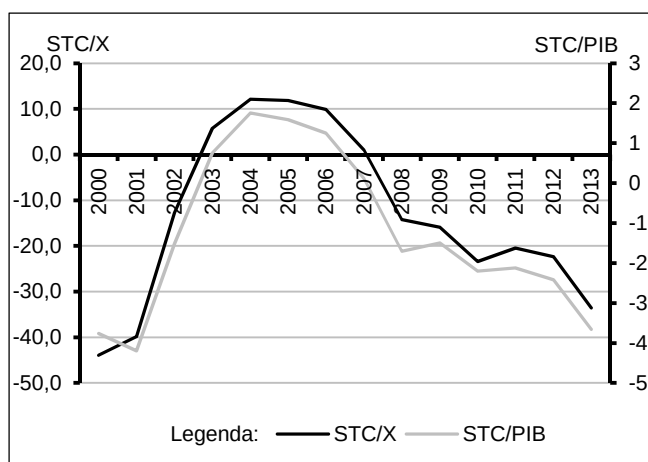
No que diz respeito aos indicadores de solvência externa, esses mostram a capacidade de um país conseguir sustentar, no médio e no longo prazo, uma dinâmica de crescimento com acumulação de passivo externo, isto é, mostram se os investidores externos estão dispostos a financiar déficits em transações correntes. Três indicadores são comumente utilizados: (a) a razão do déficit em transações correntes pelo PIB e do déficit em transações correntes pelas exportações; (b) a razão da dívida externa líquida pelo PIB; (c) a razão do passivo externo líquido pelas exportações. Quanto maior for o valor apresentado por esses indicadores, mais deterioradas as condições externas de longo prazo.

A participação do saldo em transações correntes no PIB (Figura 9) tem uma evolução significativa, inclusive tornando-se positiva no período 2003-06,

mas deteriorando-se daí em diante, passando de -2,4% em 2012 para -3,6% em 2013, isto é, praticamente a mesma participação do início da década. Comparando-se a relação STC/PIB de 2013 com a de 2000, pode-se considerar que a situação neste último ano é relativamente melhor, uma vez que o crescimento do PIB nesse ano foi de 4,3%, contra 2,5% em 2013. Dentro de um cenário externo desfavorável, como o que pode estar se desenhando para o Brasil, a tendência dessa relação é de se agravar.

Figura 9

Participação do saldo em transações correntes (STC) nas exportações (X) e no Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil —2000-13



FONTE: Bacen (2014).

O câmbio real apreciado penaliza o saldo em conta corrente duplamente, deteriorando o saldo comercial e gerando déficit no saldo da conta de serviços e rendas. Essa evolução do déficit em transações correntes se deve, em grande parte, ao forte aumento das compras externas de bens e serviços, de transporte, de viagem e de aluguel de equipamentos, que foram favorecidos por uma taxa de câmbio sobreapreciada até, pelo menos, 2011.

Porém a participação do saldo em transações correntes nas exportações é um melhor indicador de sustentabilidade das contas externas. Nesse sentido, a Figura 9 também ilustra que a participação do saldo em transações correntes ensaiou uma melhora no período 2003-05. Contudo os dados mostram uma deterioração, antes da crise financeira, que se agravou nos anos subsequentes, obtendo uma participação de -34% em 2013. Apesar da piora desse indicador, ele ainda se encontra relativamente melhor quando comparado ao do início da década, mas, en-

quanto a tendência nesse período era de recuperação, a do período recente é de deterioração.¹³

Considerando-se a sustentabilidade das contas externas em nível dos componentes do saldo em transações correntes, as perspectivas futuras parecem desfavoráveis ao Brasil por três motivos: primeiro, pela concentração da pauta de exportações em bens de baixo valor agregado¹⁴; segundo, pelo elevado coeficiente de importações¹⁵; e, terceiro, pela tendência de aumento do déficit da conta de serviços e rendas.¹⁶

O primeiro motivo é preocupante, já que o Brasil é muito dependente das exportações de *commodities* e, diante da demanda chinesa por matérias-primas, pôde tirar vantagens dos termos de troca favoráveis durante quase toda a década passada. No entanto, é provável que os termos de troca se invertam por causa tanto de uma possível desaceleração do PIB chinês quanto do aumento do poder de barganha dos chineses, proporcionada pela expansão de capacidade mineral e de aquisição de empresas de minas e minerais por multinacionais chinesas.¹⁷

Se, por um lado, os termos de troca permitiram à economia brasileira obter superávit em alguns anos mesmo com apreciação cambial, alguns autores argumentam que parte dessa apreciação foi provocada pelo aumento das exportações de *commodities*, o que pode ser caracterizado como “doença holandesa”, uma vez que a indústria de transformação perdeu competitividade frente à concorrência externa, levando a um processo marginal de substituição da produção doméstica por importados. Assim, o aumento do consumo de bens importados e o aumento das importações de insumos quebraram elos importantes na cadeia produtiva brasileira, tornando o País cada vez mais dependente da exportação de recursos naturais.¹⁸

¹³ Assim, caso seja preciso reduzir esse déficit em transações correntes, as importações teriam que ser reduzidas em 35%, mantendo as exportações constantes, para que o saldo em transações correntes retorne ao equilíbrio. De acordo com a previsão do FMI para os saldos em conta corrente, dentre as 15 maiores economias em desenvolvimento, apenas a Turquia apresentava uma participação maior que o Brasil em 2013.

¹⁴ Ver Black e Avila (2013).

¹⁵ Ver Silva (2014a).

¹⁶ Ver Frenkel (2013).

¹⁷ É possível que a deflação enfrentada nos países desenvolvidos reduza esse efeito da reversão dos termos de troca, mas é pouco provável que o impeça.

¹⁸ Ver Silva (2014b).

Esse segundo ponto também é preocupante, dado que, em momentos de crescimento expressivos do PIB, a indústria de transformação tende a importar insumos para aumentar a produção e atender a demanda em ascensão; todavia, o valor das importações não deve superar o valor das exportações, pois pode acabar restringindo o crescimento econômico. O problema é que, se a indústria de fato perdeu elos importantes na cadeia produtiva¹⁹, a vulnerabilidade externa aumentou, tornando o crescimento econômico compatível com as restrições de balanço de pagamento menor. No entanto, o aumento da produção de petróleo na camada pré-sal, nos próximos anos, deve aumentar as exportações domésticas, postergando os efeitos mais severos sobre o saldo em transações correntes e, portanto, sobre as contas externas. Por fim, há uma tendência de aumento do déficit no saldo de contas de rendas e serviços por dois motivos: em primeiro lugar, como se espera que o déficit na conta corrente permaneça até, pelo menos, a exportação significativa do petróleo da camada pré-sal, isso significa que o PEL também deve aumentar, elevando a renda líquida enviada ao exterior. Além disso, dada a política de controle da inflação via apreciação cambial, a conta de rendas será pressionada pelo maior envio de lucros ao exterior. Em segundo lugar, o aumento das despesas com aluguel de plataformas deve continuar pressionando a conta de serviços, o que, em 2012, foi responsável por 23% das importações de serviços no Brasil.²⁰

Assim, à medida que esse déficit avança, maior torna-se a necessidade de recursos externos para financiá-lo. Os déficits em transações correntes foram financiados através de IDE sem grandes dificuldades até o terceiro trimestre de 2009 (Figura 10). Apesar da entrada significativa do IDE nos quatro trimestres seguintes, parte do déficit em transações correntes teve de ser financiado por capitais estrangeiros de curto prazo, caracterizados por sua natureza especulativa e volátil. No entanto, o fato preocupante ocorreu depois do terceiro trimestre de 2012, quando os déficits passaram a depender significativamente de capitais estrangeiros de curto prazo, uma vez que o déficit em transações correntes superou a entrada de IDE.

O segundo indicador de sustentabilidade das contas externas no longo prazo apresentou melhor desempenho. A dívida externa líquida foi gradualmente reduzida durante o período em estudo, conforme ilustrado na Tabela 3, passando a ser negativa de

2006 em diante. À medida que as reservas internacionais cresciam, a dívida externa líquida se reduzia, até que, em agosto de 2006, as reservas internacionais finalmente excederam o montante da dívida externa líquida.

Essa queda acentuada na dívida externa provocou também a queda na relação dívida externa líquida/PIB. Em 2002, essa relação era de 16%; em 2006, quando a dívida externa trocou de sinal, correspondia a 1%; no final de 2013, ela estava em 16% negativos.

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 (Figura 11), entendido como passivo externo bruto menos ativo externo bruto, apresentou crescimento significativo em termos absolutos durante 2001-10, com exceção de 2008, ano da crise. O PEL constituía-se de US\$ 261 bilhões em dezembro de 2001, mas, no final de 2010, era de US\$ 937 bilhões. Esse valor foi reduzido sistematicamente no Governo Dilma, alcançando cerca de US\$ 760 bilhões em 2013, apesar de ainda continuar elevado.

A variação do PEL observado deve-se ao desempenho do saldo em transações correntes em combinação com os movimentos da taxa de câmbio.²¹ Contudo, entre 2006 e 2007, o saldo corrente sofreu uma forte deterioração, elevando o PEL em 47%, levando-o a atingir US\$ 530 bilhões. O crescente déficit nas contas correntes, a partir de 2009, provocou (depois da inflexão de 2008) a variação ascendente do PEL de 121% em 2009 e de 54% em 2010.

Uma forma de mostrar a sustentabilidade das contas externas pode ser através dos índices em relação às exportações e/ou em relação ao PIB. Como observado na Figura 12, as participações do PEL nas exportações e no PIB apresentaram tendência de redução até 2006, quando alcançaram 261% e 33% respectivamente. O crescimento das exportações (17%) em 2007 não foi suficiente para impedir o au-

¹⁹ Ver Messa (2012).

²⁰ Ver Santos (2014).

²¹ É importante lembrar-se que, enquanto os ativos dos residentes em relação aos não residentes são majoritariamente denominados em moeda estrangeira, os seus passivos são parcialmente denominados em moeda nacional. Assim, variações da taxa de câmbio afetam o PEL independentemente do movimento do STC. Daí o fato de o PEL ter-se expandido mesmo em anos em que houve superávit no STC.

mento da relação do PEL pelas exportações (X), dado o crescimento absoluto do passivo externo bruto frente ao ativo externo bruto. Depois da inflexão em 2008 devida à crise financeira, ambas as relações (PEL/X e PEL/PIB) apresentaram grandes oscilações, mas com certa tendência de queda. Porém, em 2013, a relação PEL/X se encontrava praticamente idêntica à de 2006, ou seja, de 34%. Contudo, a relação PEL/PIB aumentou cerca de 52 p.p no mesmo período.

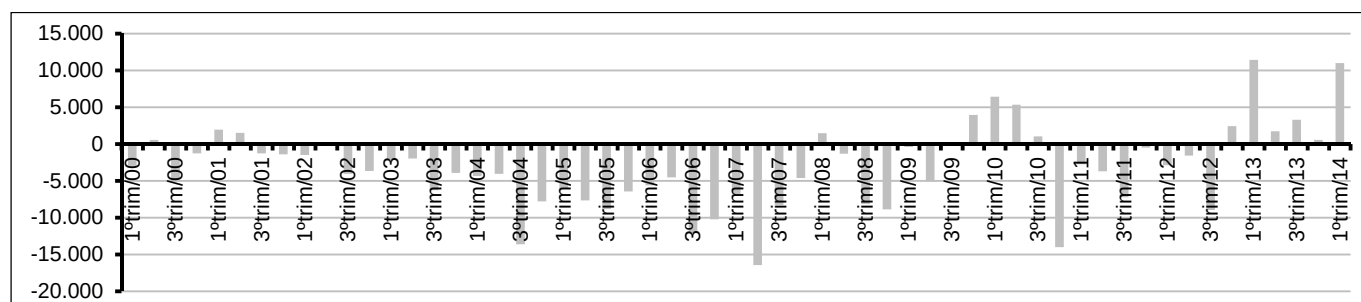
Apesar disso, ambas as relações continuam muito elevadas, constituindo motivos de preocupação para a sustentabilidade do crescimento da economia brasileira no médio e no longo prazo. Portanto, a evolução das contas externas do País se caracteriza por uma menor vulnerabilidade externa conjuntural. No entanto, a vulnerabilidade externa estrutural, embora razoavelmente reduzida em relação ao início da década, continua presente. Em 2013, o PEL alcançou a cifra de aproximadamente US\$ 760 bilhões e uma

relação de 34% com as exportações e de 314% com o PIB. Essa posição devedora revela uma potencial incapacidade de pagamento do País numa eventual mudança do cenário externo.

Apesar da melhora dos indicadores externos, sua situação revela que as condições de endividamento externo do País ainda constituem motivos de preocupação. Como o superávit do balanço de pagamentos tem sido majoritariamente financiado pela conta capital e financeira, uma reversão do quadro externo ou uma maior preferência pela liquidez em âmbito internacional podem interromper a trajetória de crescimento da economia brasileira no médio e no longo prazo ao provocarem sucessivos déficits no balanço de pagamentos. Contudo, pelo menos no curto prazo, o Brasil encontra-se em uma situação de liquidez como nunca visto antes nesse País.

Figura 10

Necessidade de financiamento externo, em US\$ milhões, do Brasil — 1º sem. 2000-1º sem./14



FONTE: Bacen (2014).

Tabela 3

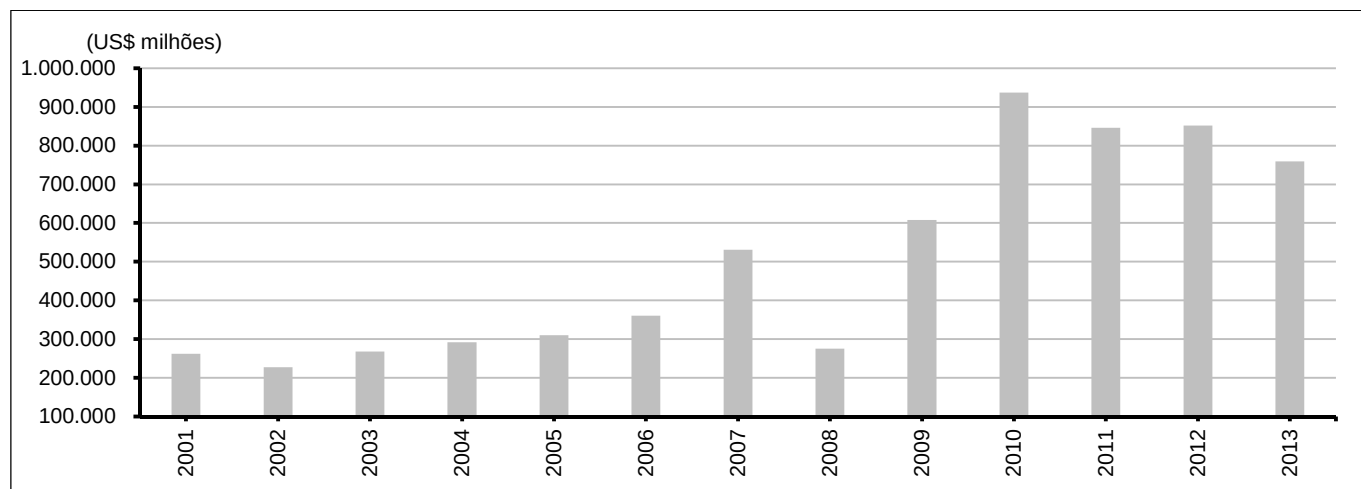
Dívida externa líquida e relação com o PIB do Brasil — 2000-13

ANOS	DÍVIDA (US\$ milhões)	DÍVIDA/PIB (%)
2000	60.825	9
2001	53.251	10
2002	79.333	16
2003	61.634	11
2004	52.370	8
2005	27.885	3
2006	-12.782	-1
2007	-101.835	-7
2008	-181.209	-11
2009	-146.442	-9
2010	-204.340	-10
2011	-321.480	-13
2012	-316.905	-14
2013	-331.232	-15

FONTE: Bacen (2014).

Figura 11

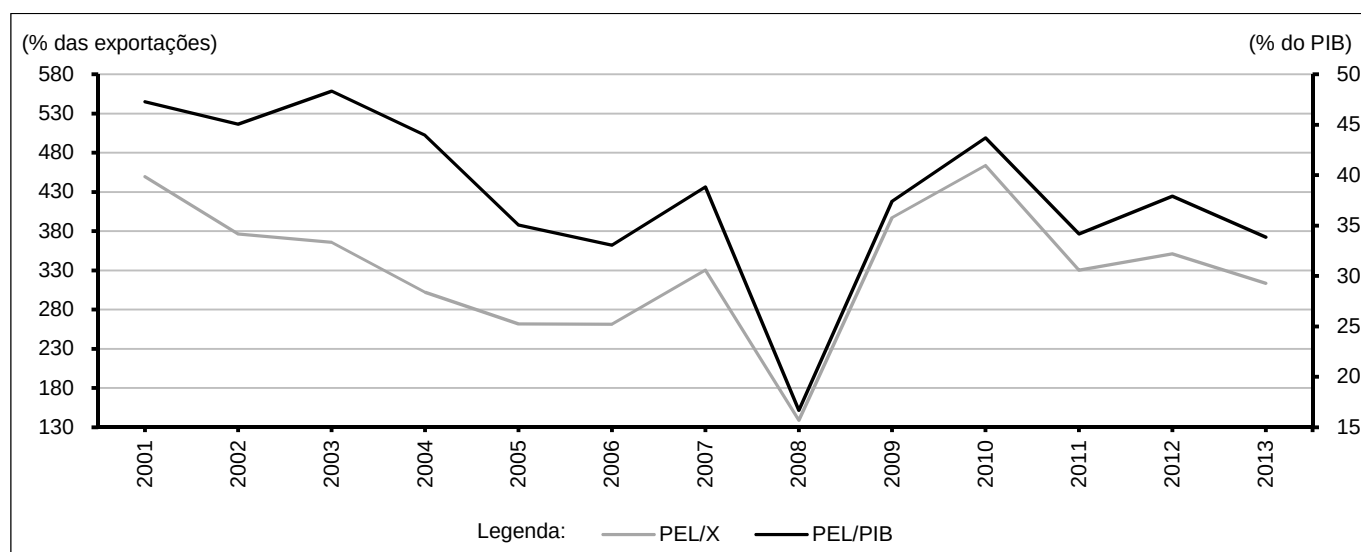
Passivo externo líquido (PEL), em US\$ milhões, do Brasil — 2001-13



FONTE: Bacen (2014).

Figura 12

Passivo externo líquido (PEL) em porcentagem do PIB e das exportações (X) do Brasil — 2001-13



FONTE: Bacen (2014).

6 Considerações finais

O presente estudo teve por objetivo realizar uma discussão sobre a sustentabilidade das contas externas brasileiras no período 2000-13. Inicialmente, buscou-se mostrar a evolução do saldo do balanço de pagamentos para, em seguida, analisarem-se seus componentes em mais detalhes.

Observou-se que o saldo em transações correntes está sendo pressionado pela queda do saldo comercial e pelo crescimento da conta de rendas, ambos influenciados, em grande parte, pela apreciação cambial ocorrida no período em estudo. O saldo da conta capital e financeira apresentou, ainda, resultados expressivos, porém, em 2013, não foi suficiente para financiar o déficit em transações correntes, o que gerou, depois de 12 anos, déficit no saldo global do balanço de pagamentos.

Diante dessas circunstâncias, procurou-se identificar a sustentabilidade das contas externas, utilizando-se os indicadores de liquidez e de solvência para a economia brasileira. Esses indicadores mostram que, apesar da melhora do País em cumprir seus compromissos de curto prazo, o mesmo comportamento não foi comprovado nos indicadores de solvência. Além disso, a melhora nesses indicadores de liquidez camufla a vulnerabilidade externa, pois um evento externo/interno exógeno pode provocar uma reversão súbita dos fluxos de capitais estrangeiros do Brasil. No entanto, a economia brasileira parece resistente a determinados choques externos, como foi na crise de 2008 e no período de turbulência derivado de incertezas quanto à política monetária americana em 2013, dado que a recuperação nos respectivos anos foi imediata, como o crescimento da conta financeira do Brasil já no primeiro semestre de 2014.

Não obstante isso, essas condições podem ser deterioradas no médio prazo, caso dois fatos novos sejam confirmados: (a) aumento da taxa de juros americana e (b) reversão dos termos de troca do Brasil. Um crescimento baixo nos últimos anos e a expectativa de que esse baixo crescimento perdure pelo menos em 2014, combinados com a melhora da economia americana e sua ameaça de abandonar as taxas de juros em torno de zero, reduzem violentamente o saldo da conta capital e financeira, mesmo que a economia brasileira possua as taxas de juros acima do nível internacional, tendo por consequência efeitos negativos sobre o balanço de pagamentos.

Do mesmo modo, a desaceleração da China pode reduzir os preços das *commodities* e, consequentemente, dados os preços dos bens manufaturados, reverter os termos de troca para a economia brasileira e, com isso, agravar o déficit em transações correntes e os efeitos negativos sobre o balanço de pagamentos e a economia em geral.

A diferença dessa possível crise de balanço de pagamentos em relação às do passado corresponde ao volume de reservas internacionais que o Brasil conseguiu acumular no período de bonança externa e de descoberta do pré-sal. A média das reservas na década de 90 era de pouco mais de US\$ 36 bilhões, enquanto a média do período 2000-13 correspondia a US\$ 148 bilhões. Neste último ano, as reservas internacionais correspondiam a US\$ 378 bilhões.

Essas reservas internacionais permitem à economia brasileira uma certa estabilidade no que diz respeito a crises de curto prazo. No entanto, essas reservas são esgotáveis. Dependendo da agressividade dos agentes externos e do cenário internacional, elas

podem não ser suficientes para manter o equilíbrio das contas externas no médio e no longo prazo, como mostra a literatura.²² Portanto, a política econômica não pode deixar de lado seu problema estrutural e deve tirar proveito das condições conjunturais favoráveis para acelerar seu processo de *cacth-up*, de modo a garantir um crescimento robusto no longo prazo. A nova divisão internacional do trabalho pode ser um problema para a estratégia de *cacht-up*, dado que não há interesse das matrizes industriais dos países desenvolvidos em promover o progresso técnico em suas filiais nos países intensivos em mão de obra, como o Brasil, acentuando o *deficit* em transações correntes.

Não cabe ao escopo deste trabalho mostrar políticas que possam amenizar esses possíveis efeitos negativos das contas externas sobre a economia brasileira, mas acredita-se que uma das formas de superar essas dificuldades passa por encontrar meios de controlar a inflação que não sejam via taxa de juros, de modo a eliminar a armadilha câmbio-juros.

Referências

- AKYÜZ, Y. **Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust and how?** Geneva: South Centre, 2011.
- ALÉM, A. C. Uma reflexão sobre as restrições ao crescimento econômico brasileiro: uma abordagem alternativa à do produto potencial. In: GENTIL, D. L.; MESSEMBERG, R. P. (Org.). **Crescimento econômico: produto potencial e investimento**. Rio de Janeiro: IPEA, 2009. p. 59-86.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. (Ed.). **21st keynesian economics**. Basingstoke: Palgrave MacMillan, 2010.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Série Histórica do Balanço de Pagamentos**. 2014. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>>. Acesso em: 25 jun. 2014.
- BLACK, C. Eventos relacionados ao superciclo de preços das commodities no século XXI. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 40, n. 2, p. 67-78, 2013.

²² Ver Thirlwall (2005).

BLACK, C.; AVILA, R. Uma investigação sobre as exportações brasileiras no período recente. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 40, n. 4, p. 41-50, 2013.

BRESSER-PEREIRA, L. C. (Org.). **Doença holandesa e indústria**. Rio de Janeiro: FGV, 2010.

BRESSER-PEREIRA, L. C. O governo Dilma frente ao tripé macroeconômico e à direita liberal e dependente. **Novos Estudos**, São Paulo, n. 95, p. 5-14, mar. 2013.

DAVIDSON, P. **Post keynesian macroeconomic theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century**. 2. ed. Massachusetts: Edward Elgar, 2011.

FILGUEIRAS, L. et al. Modelo liberal-periférico e bloco de poder: política e dinâmica macroeconômica nos governos Lula. In: OS ANOS Lula: contribuições para um balanço crítico 2003-2010. Rio de Janeiro: Garamond, 2010. p. 35-69.

FRENKEL, R. Las perspectivas de América Latina en materia de endeudamiento externo. In: CONFERENCIA LA CRISIS DE LA DEUDA TREINTA AÑOS DESPUÉS, 2013, Cidade do México. [Trabalhos apresentados...]. México, DF: CEPAL, 2013. p. 1-36.

LARA, F. M. A política econômica e os condicionantes externos ao crescimento na economia brasileira recente. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 40, n. 1, p. 21-32, 2012.

MESSA, A. **Mudanças estruturais na economia brasileira ao longo da década de 2000**. Rio de Janeiro: IPEA, 2012. (Texto para Discussão IPEA, n. 1770).

OREIRO, J. L.; FEIJÓ, C. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**. São Paulo, v. 30, n. 2, p. 219-232, abr./jun., 2010.

PÉREZ CALDENTEY, E.; VERNENGO, M. **Toward an Understanding of Crises Episodes in Latin America: A Post-Keynesian Approach**. Annandale-on-Hudson: The Levy Economics Institute, 2012. (Working Paper, n. 728).

PRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263-288, maio/ago. 2005.

PRATES, D.; CUNHA, A. Controle de capitais e o perfil do passivo externo brasileiro: tendências recentes e perspectivas. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 40, n. 4, p. 71-82, 2013.

PRATES, D.; CUNHA, M.; LÉLIS, M. O Brasil e a Crise Financeira Global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 1, p. 62-91, jan./abr. 2011.

SANTOS, B. G. Avaliação da vulnerabilidade externa no Brasil, atualmente. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 41, n. 3, p. 23-34, 2014.

SERRANO, F. **Continuidade e Mudança na Ordem Econômica Internacional: uma interpretação sraffiana sobre a mudança na tendência dos preços das "commodities" nos anos 2000**. [S.l.: s.n.], 2013. Mimeografado.

SILVA, J. A. A Questão da Desindustrialização no Brasil. **Revista Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 10, n. 1, p. 45-75, jan./mar. 2014a.

SILVA, J. A. Desindustrialização e doença holandesa: o caso brasileiro. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 41, n. 3, p. 67-82, 2014.

SILVA, J. A. **Desindustrialização no Brasil: teorias e evidências para o debate**. 2014b. 166 f. Dissertação (Mestrado) — Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2014.

SILVA, J. A.; LOURENÇO, A. L. C. Desindustrialização em debate: teses e equívocos no caso da economia brasileira. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 42, n. 2, p. 57-76, 2014a.

SILVA, J. A.; LOURENÇO, A. L. C. Uma análise da evolução dos componentes da demanda agregada: Brasil, anos 2000. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 42, n. 1, p. 23-40, 2014.

THIRLWALL, A. P. **A Natureza do Crescimento Econômico: um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações**. Brasília, DF: IPEA, 2005.

