

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO TRÊS RIOS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E EXATAS  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO**

**ARIANE COLI DA SILVA**

**O PAPEL DA RESTRIÇÃO EXTERNA NO CRESCIMENTO DO BRASIL:  
Uma análise do período de 2003 a 2013**

**TRÊS RIOS RJ  
2015  
ARIANE COLI DA SILVA**

**O PAPEL DA RESTRIÇÃO EXTERNA NO CRESCIMENTO DO BRASIL  
Uma análise do período de 2003 a 2013**

Trabalho monográfico de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Econômicas e Exatas da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

**Orientador: Prof. Leandro Gomes da Silva**

**TRÊS RIOS RJ**

**2015**

**ARIANE COLI DA SILVA**

**O PAPEL DA RESTRIÇÃO EXTERNA NO CRESCIMENTO DO BRASIL**

**Uma análise do período de 2003 a 2013**

Trabalho de conclusão de curso apresentado à fundação Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Campus de Três Rios – ITR/UFRRJ – como requisito para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

**Comissão Julgadora:**

---

**Prof. Paulo José Saraiva – ITR/UFRRJ**

---

**Prof. Elisa Alonso Monçores Viana – ITR/UFRRJ**

---

**Prof. Leandro Gomes da Silva – ITR/UFRRJ**  
**Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora**

**Três Rios – RJ, 9 de dezembro 2015**

Dedico este trabalho à Deus,  
por ser autor do meu destino,  
meu guia, socorro presente na angústia.  
Também aos meus pais e à minha irmã.

**AGRADECIMENTOS**

Primeiramente gostaria de agradecer à Deus, fonte de amor e luz em minha vida. Sem Ele nada disso seria possível, e a realização deste sonho em minha vida é prova de seu amor inigualável por mim. A cada lágrima, a cada sorriso, a cada receio, eu nunca deixei de sentir a Tua mão sobre mim. É Dele, toda honra e toda glória, agora e para sempre.

Também gostaria de agradecer aos meus pais Ana Maria e José Antônio por acreditarem no meu sonho, no meu potencial, por todo amor, apoio, consolo, ajuda financeira e confiança, em especial à minha mãe por ser tão guerreira e dedicada na missão de me fazer feliz auxiliando na realização dos meus sonhos. À minha irmã Andiará pela amizade, companheirismo e por ser meu anjo de luz, o nosso elo será eterno. A toda minha família Coli, pela preocupação, apoio e carinho, aos meus tios e primos, muito obrigada por me proporcionarem tantos momentos felizes ao lado de vocês. À minha avó Aparecida, pela doçura e atenção. À tia Nice, eternamente em nossos corações. Amo demais cada um de vocês.

Agradeço também ao Instituto Três Rios da UFRRJ por me permitir o fascinante convívio acadêmico, bem como experiências maravilhosas como a Iniciação Científica e a Monitoria. Aos meus professores por compartilharem tanta sabedoria e experiências, em especial ao meu orientador Leandro, por me auxiliar neste trabalho com muita disponibilidade e generosidade, muito obrigada.

Agradeço também ao amigo Sr. João Vilela, por me dar segurança, facilitar minhas viagens, me alegrar e por ter sido um anjo enviado do Senhor durante toda minha graduação, um porto seguro. Agradeço a todas as pessoas que estiveram envolvidas neste grande sonho. A ajuda, o apoio, o carinho, tudo o que fizeram por mim, principalmente no início, foi essencial. Sou eternamente grata.

Por fim, agradeço a todos meus amigos, que entenderam minha ausência em Cataguases e aos que eu conquistei em Três Rios, em especial aos da minha turma, os quais desejo levar para o resto da vida.

“A dificuldade real não reside nas novas ideias,  
mas em conseguir escapar das antigas.”

John Maynard Keynes

## **RESUMO**

O presente estudo buscou mapear o comportamento dos indicadores de restrição externa durante 10 anos. Durante a referida década, especialmente após o início do governo Lula, o Brasil experimentou um novo padrão de crescimento econômico. Ao compararmos a média de crescimento do PIB brasileiro no período 2003 a 2013 com o período 1992 a 2002, observamos que o crescimento recente foi mais expressivo e, por isso mesmo, nos levou a questionamentos de quais elementos permitiram o novo padrão de crescimento do país.

Dentre as múltiplas dimensões – política fiscal, monetária, inflação, câmbio, indústria e restrição externa – que conformam o padrão de crescimento de uma economia, optou-se por analisar a evolução das contas externas brasileiras a partir de 2003, primeiro ano do governo Lula, sob a hipótese central de que o crescimento

econômico das economias em desenvolvimento, como a brasileira, são normalmente limitados pelo balanço de pagamentos.

**Palavras-chave:** Crescimento Econômico, Indicadores de Restrição Externa, Balanço de Pagamentos.

#### **ABSTRACT**

This study sought map the behavior of external restriction indicators over the past decade. During that decade, especially after the beginning of Lula's government, Brazil experienced a model of economic growth. Comparing the mean of Brazilian GDP growth between 2003-2013 with the period between 1992-2002, we note that the recent growth was more significant and, therefore, led us to question which elements allowed the new model of country's growth.

Among the multiple dimensions - fiscal and monetary policy, inflation rate, exchange rate, industrial performance and balance of payment evolution - that conform the growth model of an economy, it was decided to analyze the evolution of Brazilian's external accounts since 2003, about the central hypothesis that the economic growth on developing economies, such as Brazil, are usually subject to balance of payments constraint.

**Keywords:** Economic Growth, Indicators of External Restriction, Balance of Payments.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Taxa de Crescimento PIB Brasileiro.....	22
Gráfico 2 - Inflação IPCA % a.a. ....	23
Gráfico 3 - Teto da Inflação (limite superior).....	24
Gráfico 4 - Exportações Brasileiras.....	25
Gráfico 5 - Importações Brasileiras.....	26
Gráfico 6 – Saldo da balança comercial.....	34
Gráfico 7 – Saldo da Balança Comercial/PIB .....	35
Gráfico 8 – Saldo Balanço de Pagamentos.....	36
Gráfico 9 – Saldo em Conta Corrente.....	38
Gráfico10 – Saldo em Conta Capital e Financeira.....	39
Gráfico 11 - Índice da taxa de câmbio efetiva real (IPCA)).....	40
Gráfico 12 - Evolução do índice do termo de troca .....	41
Gráfico 13 - Investimento Estrangeiro Direto/PIB.....	42
Gráfico 14 - Posição internacional de investimentos/PIB.....	43
Gráfico 15 - Dívida Externa total/Exportações .....	44
Gráfico 16 - Dívida Externa Líquida/Exportações .....	45
Gráfico 17 - Dívida externa total/PIB .....	46
Gráfico 18 - Dívida externa Líquida/PIB.....	47
Gráfico 19 – Reservas Internacionais - conceito liquidez .....	48
Gráfico 20 – Reservas Internacionais/Dívida Externa total .....	49

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>CAPÍTULO I. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>12</b>
1 Restrição Externa.....	12
1.1 CEPAL 14	
1.2 A Formulação de Thirlwall.....	18
<b>CAPÍTULO II. DESEMPENHO MACROECONÔMICO BRASILEIRO – PERÍODO 2003 - 2013.....</b>	<b>22</b>
2 Desempenho Macroeconômico.....	22
<b>CAPÍTULO III. INDICADORES DE RESTRIÇÃO EXTERNA.....</b>	<b>31</b>
3.1 Protocolo de análise dos resultados: compreendendo o significado dos indicadores.....	31
3.2 Evolução dos indicadores de restrição externa da economia brasileira – Período 2003 -2013.....	34
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>50</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>51</b>

## INTRODUÇÃO

Este trabalho se propõe a analisar o crescimento econômico brasileiro no período de 2003 a 2013 bem como as limitações ao crescimento ligadas ao setor externo, mas precisamente a necessidade de se manter o balanço de pagamento em equilíbrio no longo prazo.

De acordo com a teoria de crescimento sob restrição externa o crescimento de longo prazo dos países em desenvolvimento como o Brasil está restrito ao equilíbrio de longo prazo em seu balanço de pagamento.

Em países em desenvolvimento, como o Brasil, o balanço de pagamento é uma restrição ao crescimento econômico. Essa restrição ocorre devido a diferentes elasticidades rendas das exportações e importações e a mudanças no fluxo de capital.

Para analisar o papel do setor externo como limitador do crescimento econômico brasileiro durante o período determinado, foi feito um estudo utilizando dados empíricos.

Para o alcance do objetivo principal deste trabalho foi necessário a investigação teórica de autores que já haviam se proposto a estudar as diferentes taxas de crescimento econômico entre os países. Muitos trabalhos empíricos concluídos sugerem que economias em desenvolvimento, como a brasileira, mesmo após o processo de industrialização, continuam restritas pelo seu balanço de pagamentos. Este trabalho busca analisar se esta condição se modificou após as alterações nos rumos da política econômica nos últimos anos, da redução da dívida externa, da ampliação do crédito e do aumento nos preços internacionais das *commodities*.

O trabalho está dividido em três capítulos, além dessa introdução. No capítulo 1 é apresentada a fundamentação teórica para a problemática. Na primeira seção do capítulo 1 é exposto o pensamento da Cepal (Comissão Econômica para América Latina e Caribe), e de como seus estudos foram influentes para a construção de uma base teórica para este trabalho. Na segunda seção é exposto, de forma teórica e sintética, o modelo de Thirlwall, que a partir de 1979 desenvolveu um conjunto de estudos para verificar o motivo das diferentes taxas de crescimentos entre os países.

No capítulo 2, é exposto o desempenho macroeconômico brasileiro no período analisado. Poderemos notar uma aceleração do crescimento econômico aliado a taxas de inflação controladas e uma significativa melhora do saldo comercial até 2006. A partir de 2007, há uma reversão na tendência, e o saldo comercial começa a declinar. As causas para esta reversão serão expostas ao longo do capítulo. Poderemos analisar também o comportamento da economia frente à crise econômica internacional em 2009.

O capítulo 3 apresenta a parte empírica deste estudo, expondo indicadores de restrição externa elaborados para este estudo, com base em dados coletados do Banco Central do Brasil. Na primeira seção, é feita uma breve exposição dos

significados de cada indicador. Na segunda seção temos todos os indicadores coletados, juntamente a breve análise dos mesmos. São apresentados indicadores do setor externo, como o balanço de pagamentos e suas duas grandes contas: corrente e capital. Além disso, indicadores de endividamento também foram utilizados como razão do PIB.

Ao final é apresentada a conclusão com os principais resultados observados.

## **1 Restrição Externa**

### **CAPÍTULO I - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

Neste primeiro capítulo será exposta a fundamentação teórica utilizada ao longo do estudo, a qual foi utilizada como base para a análise empírica exposta no capítulo 3, onde será feito uma análise de indicadores de restrição externa.

Na primeira seção será feita uma apresentação dos estudos da CEPAL, Comissão Econômica para América Latina e o Caribe, e sua relevância para o presente estudo. Na segunda seção, faz-se uma discussão teórica sobre os estudos keynesianos de Thirlwall, onde o balanço de pagamentos é limitador ao crescimento. De acordo com Thirlwall, o crescimento econômico seria limitado, no longo prazo, por desequilíbrios no balanço de pagamentos. Será conceituada restrição externa e abordadas formas de afrouxamento nesta restrição imposta.

Observando o crescimento econômico dos países em desenvolvimento, notamos a restrição externa como barreira ao crescimento econômico contínuo (MEDEIROS & SERRANO, 2001).

Segundo Busato (2011), nas últimas três décadas boa parte dos países subdesenvolvidos passou por problemas em seus balanços de pagamentos e necessitou de atuação do governo a fim de conter crises do BP com massivas fugas de capitais. Nem sempre se conseguiu evitá-las; basta observar o que se passou na crise econômica asiática em 1997, na Argentina durante toda década de 1990 e na Rússia em 1998. A política macroeconômica foi utilizada de diversas formas a fim de conter o crescimento do nível de produto e, portanto, das importações, pelo lado real; e de tentar evitar fugas de capitais que poderiam levar ao colapso mais profundo da situação externa através do “efeito manada”, pelo lado monetário.

Numa economia subdesenvolvida, com significativo grau de abertura comercial e financeira, uma piora nas condições comerciais e os sucessivos déficits em transações correntes ampliam a necessidade de entrada de capital a fim de fazer frente à crescente necessidade de divisas. Diante da impossibilidade de o país contar ilimitadamente com recursos externos, acaba-se implementando ajustes

internos restritivos via políticas fiscal, monetária e creditícia para conter o desequilíbrio do balanço de pagamentos, além de mudanças na taxa de câmbio.

Desse modo, a trajetória de crescimento de tais economias e a autonomia da sua política econômica – numa situação de abertura comercial e financeira, câmbio flutuante administrado, metas de inflação e de superávit primário associado a déficits estruturais em transações correntes – ficam bastante restritas. Quando as condições internacionais são favoráveis do ponto de vista de liquidez ou quando o crescimento mundial se acelera, fazendo com que as exportações cresçam, abre-se uma folga no balanço de pagamentos e cria-se margem para que as taxas de crescimento do país cresçam de forma mais persistente, permitindo que o governo atue expandindo a demanda.

Por outro lado, quando ocorre uma piora nas condições externas e há perda de divisas – reduz-se a autonomia relativa na condução da política econômica –, o governo atua a fim de conter a demanda e a saída abrupta de capital. Para tanto, utiliza-se do diferencial de juros internos em relação aos externos por meio do aumento dos juros domésticos, proporcionando maiores ganhos para os investimentos externos em carteira. O nível da taxa de juros necessário para estimular a entrada de capital depende da percepção associada ao risco-país e da liquidez internacional. Caso o aumento dos juros seja insuficiente, o governo poderá atuar diretamente no mercado de câmbio promovendo desvalorizações a fim de conter as saídas de capitais.

Cabe ressaltar que a manipulação dos juros, além da tentativa de manter o investidor ou de atrair capital especulativo pelo diferencial de juros, visa também reduzir a demanda e conter as importações. A partir daí os mecanismos são mais claros – ainda que complexos: a contenção da demanda por si só reduz a renda e gera novas rodadas, via efeito multiplicador e acelerador, de redução dos componentes da demanda, parte deles importados, atenuando a restrição e adequando o crescimento da demanda e do produto para aquele compatível com a restrição externa. O resultado desse tipo de política é sentido pelas trajetórias do tipo ‘vão da galinha’ (*stop and go*). A economia brasileira, como exemplo, experimentou isso ao longo dos anos 1990.

As políticas restritivas não se limitam ao aumento nos juros, pois a política fiscal contracionista (metas de superávits) também é utilizada de forma recorrente com o intuito de conter a demanda e reduzir a taxa de crescimento do nível de

atividade, fazendo cair as importações. Não se deve esquecer que o investimento sempre se ajusta aos novos níveis de demanda, imprimindo novas rodadas de redução na demanda e no produto. Como as importações são função tanto do nível quanto da taxa de crescimento da demanda agregada, a utilização das metas de superávit fiscal se torna um importante mecanismo de transmissão através do qual a economia se ajusta frente à restrição de divisas (LIMA & CARVALHO, 2008).

Do ponto de vista dos fluxos de investimento direto estrangeiro e diante de risco de desvalorizações cambiais administradas pelo governo, a remessa de lucro também aumenta e a incerteza sobre o futuro faz com que o investidor estrangeiro acabe postergando novas decisões de investimento direto estrangeiro. O conjunto de reações dos agentes, principalmente investidores, visando se proteger da insolvência do país acaba agravando os desequilíbrios no balanço de pagamentos por gerar maior fuga de capitais.

Desse modo, uma economia dependente da dinâmica internacional que ao acelerar as exportações viabiliza o crescimento das importações, poderá em algum momento, diante de qualquer mudança conjuntural externa, esbarrar no teto da restrição externa e a trajetória de crescimento possivelmente será interrompida.

## **1.1 CEPAL**

Em meados da década de 40, a CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe), buscando dar uma resposta que justificasse as diferentes taxas de crescimento econômico entre as economias capitalistas avançadas e as em desenvolvimento, criou uma abordagem teórica<sup>1</sup> na qual a estrutura produtiva dos países, bem como o tipo de inserção internacional, explicaria a maior ou menor dependência das condições externas e da existência (ou não) de maior vulnerabilidade externa, afetando crescimento econômico. Para explicar as diferenças encontradas nas economias, a CEPAL dividiu os países em dois grandes grupos, o Países Periféricos e os Centrais, criando uma tipologia própria que permitiu a formalização de um corpo teórico capaz de explicar a ausência de convergência entre as taxas de crescimento observadas entre diferentes países.

---

<sup>1</sup> Ver BIELSCHOWSKY (2000); FURTADO (1968 e 1986[1967]) e Prebisch (2000a,; 2000b; 2000c).

Os países periféricos são especializados em bens primários, exportam *commodities* agrícolas e industriais para os países centrais. Enquanto os países centrais são aqueles que exportam bens de capital, manufaturas em geral e bens mais intensivos em tecnologia para os periféricos. As diferenças existentes entre o que se importa e se exporta entre esses países geram diferenças nas taxas de crescimento, pois a demanda mundial por *commodities* é pouco dinâmica, enquanto a demanda por bens de capital e tecnologia é altamente dinâmica. Um país periférico, especializado em *commodities*, só terá um crescimento em suas exportações caso haja alguma mudança na demanda por esses bens, como por exemplo, um aumento populacional nos países centrais. Portanto, o crescimento econômico dessas economias periféricas está atrelado às flutuações no nível de atividade das economias centrais (BIELSCHOWSKY, 2000).

Uma abordagem estruturalista sobre os problemas das economias latino-americanas foi feita por Raúl Prebisch, economista argentino e membro da CEPAL, na década de 1950. Segundo sua teoria, os países latino americanos, exportadores de produtos agrícolas de baixa elasticidade renda e importadores de produtos industriais de alta elasticidade, cresceriam a longo prazo a taxa menores as observadas nos países centrais. Isso porque as importações tenderiam a se acelerar em relação às exportações, devido à diferença nas elasticidades renda das importações. Dessa forma, segundo Medeiros & Serrano (2001), a única maneira de adequar o montante de importações à chamada “capacidade de importar” dada pelas exportações era através da redução do ritmo de crescimento da economia.

Portanto, a teoria cepalina relaciona o crescimento econômico dos países periféricos com sua inserção externa. Uma vez que a elasticidade renda das importações é maior do que a elasticidade renda das exportações, para uma dada taxa de crescimento da economia mundial e do comércio internacional, a tendência é que o crescimento das importações supere o crescimento das exportações. A tendência de longo prazo é um desequilíbrio no balanço de pagamentos. Para não haver desequilíbrio em conta corrente, a taxa de crescimento do país periférico deverá ser necessariamente inferior à taxa de crescimento dos centrais.

Ainda segundo Medeiros & Serrano (2001), com esse argumento central da teoria de Prebisch, é possível justificar a necessidade de industrialização dos países periféricos, o que por sua vez elevaria a elasticidade renda das exportações nesses países, o que permitiria taxas de crescimento iguais as observadas nos países

centrais, sem que esbarrasse no teto da restrição externa. Nas palavras de Prebisch (1951, p. 271):

A medida que a renda real per capita ultrapassa certos níveis mínimos, a demanda de produtos industriais tende a crescer mais do que de alimentos e outros produtos primários. Não obstante, a situação dos países menos desenvolvidos é muito distinta da dos centros, pois estes importam aqueles produtos primários de menor elasticidade renda da demanda do que a dos artigos industriais que a periferia importa dos centros.

Para crescer sua renda real, os países periféricos necessitam importar bens de capital cuja demanda cresce com esta renda ao mesmo tempo em que a elevação do nível de vida se manifesta em intensa demanda de importações de grande elasticidade que tendem a crescer mais do que a renda.

É importante lembrar que esse argumento não depende de uma tendência secular de deterioração dos termos de troca. Assim, se essa piora nos termos de troca ocorrer, evidentemente agravaria a situação.

Sobre a deterioração dos termos de troca, Prebisch (1964, p. 98-99) argumenta:

A explicação da deterioração está na insuficiência dinâmica do desenvolvimento, que não facilita a absorção de mão de obra não requerida pelo lento crescimento da procura e pelo aumento da produtividade nas atividades primárias. Esta insuficiência dinâmica impede que os salários destas últimas subam paralelamente ao aumento da produtividade e, na medida em que isso aconteça, a produção primária perde, totalmente ou em parte, o fruto do progresso técnico.

Tal é a natureza do fenômeno de deterioração. Pressupõe que o aumento da produção mais além do ritmo imposto pelo crescimento relativo lento da procura, possa realizar-se pela disponibilidade de terras e outros recursos naturais, bem como de mão de obra. Se isso não fosse assim, e a produção crescesse em ritmo inferior ao da procura, a relação de preços tenderia a melhorar. Que essa melhoria se traduza integralmente em aumento da renda do solo, ou seja, também compartilhada pelos trabalhadores, depende do efeito que a absorção de mão de obra nas atividades urbanas tenha sobre o nível de salários reais na produção primárias.

Assim, segundo a teoria de Prebisch, o crescimento igual entre as economias – centrais e periféricas – seria inviável, pois não seria possível às economias periféricas conviverem com um déficit comercial contínuo e crescente.

Nos países centrais, as importações também acompanham o crescimento de sua renda, como ocorre nos periféricos, no entanto, o crescimento das importações é menos que proporcional ao aumento da renda. Isso porque, normalmente os

países centrais importam dos periféricos produtos com baixa elasticidade renda das importações, de modo que, quando a renda mundial cresce, as importações dos países centrais também crescem, mas em velocidade menor que a do crescimento da renda. De modo que, segundo Busato (2011) o crescimento de suas economias não esbarra, necessariamente, no crescimento do déficit comercial e numa possível restrição de divisas. Ademais, caso o país em questão for emissor de moeda aceita internacionalmente, o risco da restrição é nulo.

As particularidades dos países periféricos devem ser levadas em conta quando se quer pensar em estratégias e possibilidades de crescimento a longo prazo. Isso porque, o crescimento induzido por uma dinâmica interna, via política econômica, a qual aumenta a demanda agregada, pressionará, pelos motivos já expostos, as importações.

Assim, deduz-se que a industrialização passa a ser a forma necessária das periferias de aumentarem sua capacidade de resistência a choques externos, diminuindo a vulnerabilidade externa e se desenvolvendo. Se industrializando, os países periféricos diversificarão sua produção e se tornarão menos dependentes das importações de manufaturas em geral e dos bens de capital que importam dos centrais.

A industrialização relaxaria a restrição externa dos países periféricos freando as importações por produtos industriais ao longo do tempo. Não é necessário sacrificar a produção agrícola, afinal, estas fornecem importantes divisas, o processo de industrialização dos países periféricos poderia até mesmo ser financiado pelas divisas provenientes da produção agrícola.

## **1.2 A formulação de Thirlwall**

A premissa Clássica de pleno emprego como normalidade do sistema, flutuações como anomalias, autorregulação de mercado como regra foram criticadas por John Maynard Keynes em A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, publicado em 1936. As flutuações econômicas são resultados de oscilações da demanda agregada e o crescimento do produto depende do crescimento desta, conforme uma das mais importantes afirmações feitas na publicação.

Keynes construiu uma teoria que buscava explicar as causas das flutuações do produto e do emprego a partir das decisões capitalistas de produzir e de investir. Segundo ele, as flutuações emergem como propriedade dinâmica do funcionamento das economias e não como uma anomalia a ser corrigida pelos mecanismos de mercado. Apesar das contribuições sobre o papel da demanda efetiva, Keynes não explorou as propriedades dinâmicas associadas ao funcionamento da demanda efetiva.

Anthony Philip Thirlwall construiu na última década uma das mais promissoras contribuições nesse sentido, em seu livro *A Natureza do Crescimento Econômico*, já que buscou compreender a dinâmica do crescimento econômico das economias em desenvolvimento a partir do princípio da demanda efetiva proposta por Keynes, em 1936, em modelos de macroeconomia aberta, ou seja, analisando o papel da restrição do balanço de pagamentos sobre as referidas trajetórias de crescimento.

Thirlwall (2005) chama atenção para o fato de que em economias em desenvolvimento, a restrição de divisas se torna uma das mais relevantes restrições ao crescimento da demanda, e do produto, como consequência. Quando um país busca se inserir num processo de desenvolvimento, normalmente ocorrem déficits na balança comercial. Tal fato se deve a crescente importação de produtos necessários ao desenvolvimento, como industrializados e os intensivos em tecnologia.

A abordagem teórica do modelo que estamos trabalhando destaca que o crescimento econômico tem relação direta com a taxa de expansão do setor que apresenta características mais favoráveis ao crescimento. Tal abordagem vem criticar a visão neoclássica que trata os setores da economia como se eles fossem iguais, não destacando explicitamente nenhum setor como o mais importante para o crescimento.

Kaldor, na década de 60, já havia distinguindo que os diversos setores da economia possuíam rendimentos diferentes. Segundo Kaldor, (1966, apud THIRLWALL, 2005), era impossível compreender o crescimento das economias sem utilizar uma abordagem de análise setorial. Dessa forma, as atividades ligadas a indústria, possuem rendimentos crescentes, ao contrário das atividades ligadas à terra que, por sua vez, possuem rendimentos decrescentes. Assim, a existência de retornos crescentes de escala no setor manufatureiro, e a taxa de crescimento das

exportações, são os principais fatores explicativos da taxa de crescimento do PIB e suas diferenças entre países.

No modelo de Thirlwall, o comércio externo e a expansão do setor industrial nacional agem como fontes de demanda por produtos industriais, e assim, determinam o crescimento da produção industrial. Como esse crescimento implica, em uma economia aberta como a do Brasil em aumento nos níveis de importação, o dinamismo econômico depende da demanda por exportação relativamente à propensão a importar.

Assim, o modelo sustenta que a taxa de crescimento da produtividade da indústria e conseqüentemente, a taxa de crescimento do PIB são determinados pela taxa de crescimento das exportações em relação à elasticidade renda de demanda por importações.

As exportações têm a importância de vir a reduzir o nível ou a frequência da restrição externa estrutural imposta pelo desequilíbrio no Balanço de Pagamentos ao longo do tempo. Quando uma economia como a do Brasil está se desenvolvendo é necessário o crescimento das exportações, a fim de cobrir as despesas com importações adicionais advindas do crescimento da demanda. Caso isto não ocorra, como já vimos anteriormente, a demanda agregada terá que ser contraída, e, por conseguinte, o produto e o emprego. Por esta razão, o crescimento das exportações exerce papel estratégico para manter a taxa de crescimento.

Uma das formas de aliviar essa restrição externa estrutural a qual mencionamos é investindo em tecnologia e infraestrutura a fim de que as economias periféricas, como a do Brasil, reduzam sua dependência de fatores incertos, como por exemplo, a variação na demanda internacional por produtos primários.

Os modelos de crescimento liderado pela demanda e restritos pelo balanço de pagamentos buscam mostrar que as diferentes taxas de crescimento observadas entre as nações decorrem do tipo de restrições externas que os países se defrontam, inviabilizando um processo de crescimento intensivo em importações, limitando o crescimento da demanda e do produto.

Na denominada Lei de Thirlwall, concluiu-se que a taxa de crescimento de equilíbrio da economia é determinada pela razão entre a taxa de crescimento das exportações e a elasticidade-renda da demanda por importações. Analogamente, a taxa de crescimento de longo prazo é determinada pelas exportações e pelo coeficiente que mede o quanto se importa quando economia está crescendo.

Portanto, o desempenho do comércio exterior de um país teria papel crucial para compreensão do crescimento econômico.

A relação alta elasticidade renda das importações e baixa elasticidade renda das exportações traduzem a situação desfavorável em que as economias periféricas, como o Brasil, se encontram.

Quanto à taxa de câmbio, Thirlwall acreditava que a desvalorização da moeda nacional pode vir a elevar a taxa de crescimento compatível com aquela que equilibra o balanço de pagamentos, o problema é que a desvalorização cambial não é permanente, logo seu efeito positivo também não apresenta caráter permanente na economia, não se caracterizando como um instrumento eficiente de mudanças estruturais, pois simplesmente torna os países temporariamente mais competitivos.

Mesmo utilizando o modelo teórico de Thirlwall como referência, alguns autores, como Busato (2011) vêm buscando inserir o importante papel da taxa real de câmbio no crescimento econômico. A hipótese está baseada no fato dos coeficientes de importação e exportação responderem às variações no câmbio real. Desse modo, a análise cambial se torna de extrema importância para compreensão da evolução dos indicadores de restrição externa. Os estudos têm destacado que uma taxa de câmbio mais desvalorizada causa impactos positivos na estrutura produtiva, estimulando o investimento e, conseqüentemente, gerando crescimento econômico.

Já uma valorização cambial, segundo Busato (2011), produz efeitos perversos no dinamismo das exportações, quer seja pelo fato de que a valorização cambial encarece as exportações, tornando-as menos competitivas, ou pelo fato de que a taxa de câmbio mantida por demasiado tempo valorizada e pouco competitiva acaba levando o país a se especializar naqueles produtos que já têm vantagens competitivas.

## **CAPÍTULO II. DESEMPENHO MACROECONÔMICO BRASILEIRO - PERÍODO 2003-2013**

Neste capítulo será feita uma análise do desempenho macroeconômico brasileiro, abordando questões como o comportamento da taxa de crescimento, de inflação, e do comércio exterior no período compreendido. Além disso, será analisado o direcionamento das políticas econômica neste período e suas consequências para a restrição do balanço de pagamentos.

### **2. Desempenho Macroeconômico**

Durante o período de 2003 a 2013, após o início do governo Lula, o Brasil experimentou um novo padrão de crescimento econômico, acompanhado de considerável melhoria na distribuição de renda, de moderadas taxas de inflação e da redução da vulnerabilidade externa.

#### **Gráfico 1 - Taxa de Crescimento PIB Brasileiro % (2003-2013)**

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

No gráfico acima, podemos observar um salto na taxa de crescimento do PIB de 2003 para 2004, passando de 1,2% para 5,7%. No ano de 2005, a taxa decaiu um pouco para 3,1% e começa a partir daí uma trajetória de ascensão pelos próximos dois anos. Decai um pouco em 2008, e em 2009 registra recessão de -0,2%, em meio à crise internacional.

A reação do governo brasileiro nos rumos da economia frente à crise econômica internacional como exposto mais a diante, fez com que já em 2010, a economia se recuperasse e atingisse o expressivo crescimento de 7,6%. A partir daí vemos uma trajetória de queda, atingindo em 2012 apenas 1,8% de crescimento, terceiro pior resultado no período analisado, seguido por 2,7% em 2013.

#### **Gráfico 2 - Inflação IPCA% a.a. -(2003 – 2013)**

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

Analisemos agora o comportamento da taxa de inflação, medido pelo IPCA, no primeiro gráfico, comparando-o com o limite superior da meta de inflação, segundo gráfico, prevista pelo modelo de política monetária seguida no Brasil desde 1999.

### Gráfico 3 - Teto da Inflação (limite superior) – (2003 – 2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

Em 2003, a inflação foi bem superior ao teto da meta de 5,25%, alcançando 9,3%. Em 2004, a inflação foi de 7,6% e ficou um pouco abaixo do teto de 8%. De 2005 ao final do período, 2013, o teto da meta foi mantido em 6,5% e a inflação se manteve abaixo da meta. Apenas em 2011, a inflação observada atingiu a meta. Em 2006, observamos o menor resultado para a inflação, de 3,14%.

Possivelmente, tais resultados positivos na taxa de crescimento do PIB e controle da inflação, deveram-se ao fato de uma maior participação do Estado por meio de políticas econômicas que estimularam a demanda agregada. Juntamente com essas políticas econômicas, as condições externas também se mostraram muito mais favoráveis, como exemplo, o aumento da demanda mundial por *commodities*, principalmente o aumento da demanda por produtos agrícolas por parte da China. Países produtores de *commodities*, como, por exemplo, o Brasil, se beneficiaram com o aumento de suas exportações. Além disso, os termos de troca do Brasil tiveram um importante crescimento, apresentando uma leve redução apenas no ano de 2008, frente à crise. Logo depois, voltaram a crescer novamente, como poderemos ver graficamente na próxima seção. Entende-se por termo de troca o índice que mede a quantidade de bens importados que possa ser adquirida por unidade de bem exportado.

Observemos agora o saldo das exportações e importações de bens no período analisado.

### Gráfico 4 - Exportações Brasileiras em US\$ Bilhões (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

Analisando o gráfico acima é possível identificar uma trajetória de crescimento das exportações brasileiras ao longo do período analisado. Uma reversão nesta tendência é observada no ano de 2009 devido à crise internacional.

A trajetória de ascensão observada principalmente entre os anos 2003 e 2008, segundo Barbosa (2011), se deve ao crescimento populacional e econômico chinês, e as expressivas exportações brasileiras para este país.

O maior resultado é no ano de 2011, com US\$ 252 bilhões, declinando um pouco para US\$ 242 bilhões em 2012, mantido em 2013.

#### Gráfico 5 - Importações Brasileiras em US\$ Bilhões (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

Acima temos o comportamento das importações brasileiras no período analisado. Em 2003, as importações totalizavam US\$ 48 bilhões. Até o ano de 2008 há um crescimento contínuo, totalizando neste ano um montante de US\$ 173 bilhões. Em 2009, ano da crise internacional, houve uma pequena redução no volume de bens importados, o resultado neste ano foi de US\$ 127 bilhões. A partir daí observamos o crescimento das importações, as quais totalizam em 2013, US\$ 239 bilhões, maior resultado do período analisado.

Numa perspectiva Keynesiana, em que a demanda efetiva assume papel central para a compreensão da dinâmica do produto e do emprego, o resultado de tal desempenho pode, em grande medida, ser atribuído ao novo papel que o Estado assumiu, bem como a nova realidade de redução da restrição externa que se configurou recentemente. Diferente do modo de gestão da política econômica que vigorou na década de 90 no Brasil, a partir do governo Lula, particularmente a partir de 2006, o governo passa a assumir o papel de estabilizador da demanda agregada

lançando mão de políticas monetárias e fiscais de estímulo à demanda que foram viabilizadas (permitidas) pelas condições mais favoráveis das contas externas.

O ano de 2003 começou com uma série de medidas restritivas, o intuito era um ajuste macroeconômico para a instabilidade de 2002, ano eleitoral e de forte ataque especulativo, foram tomadas medidas como a elevação da taxa Selic e meta de superávit a fim de conter o crescimento da dívida pública e diminuir o risco de insolvência do país. Tais medidas ocasionaram a desaceleração do PIB. Já em 2004, o quadro geral melhora puxado principalmente pelo bom resultado da balança comercial, pelo aumento do investimento público e privado e pelo aumento no consumo privado, resultado da valorização cambial e da queda na inflação. Além disso, segundo Barbosa (2013), o cenário internacional também favoreceu devido à aceleração da economia mundial.

O quadro positivo de 2004 gerou uma expectativa de aumento da inflação para o ano seguinte, o que levou o Banco Central a elevar a Selic ainda no fim de 2004. O resultado dessa manobra macroeconômica foi a queda do crescimento do PIB no ano de 2005 em relação ao ano anterior, o que levou a incerteza quanto a capacidade do país em manter taxas de crescimento sem pressões inflacionárias.

Os bons resultados da balança comercial foram sendo sentidos, até que em 2006, as exportações haviam praticamente duplicado em relação a 2003. O excelente desempenho comercial foi fruto, segundo Barbosa (2013) da aceleração da economia mundial e também dos efeitos defasados da grande desvalorização cambial do ano de 2002. Com esses bons resultados comerciais, o país pode finalmente voltar a acumular reservas internacionais, reduzindo a fragilidade do balanço de pagamentos.

O ano de 2006 iniciou com políticas expansionistas. A taxa Selic, que iniciou uma trajetória de queda em setembro de 2005, continuou nesta trajetória por mais dois anos. O desempenho comercial continuou bom, visto que houve uma forte expansão da produção agrícola brasileira concomitante a uma tendência de alta nas cotações das *commodities*. Essa tendência se atenua em 2007 acarretando forte valorização cambial neste ano, neutralizando parte das pressões inflacionárias ao colocar concorrência externa aos produtos industriais.

Houve grande entrada de capital internacional, segundo Barbosa (2013), a entrada desses recursos se deu tanto via investimento direto como também investimento em carteira.

Em 2007, as reservas internacionais aumentaram em US\$ 95 bilhões, o que gerou, nas palavras de Barbosa (2013), “um colchão de liquidez externa”, o qual se tornaria imprescindível para que o país enfrentasse os efeitos da crise financeira internacional em 2008.

No ano de 2008, estourou a crise financeira internacional, atingindo boa parte do mundo e principalmente os principais centros. O primeiro impacto da crise no Brasil foi uma forte contração do crédito e a incerteza quanto à solvência de empresas exportadoras. Houve também contração da demanda por *commodities* e queda nas cotações. O consumo das famílias também reduziu, possivelmente devido à desvalorização cambial e ao clima de incerteza econômica. Meio a este cenário, o governo brasileiro adotou medidas expansionistas (monetárias, fiscais e creditícias), de forma a combater os efeitos da crise. As condições externas eram desfavoráveis, mas decisões do governo possibilitaram a rápida recuperação do Brasil, já no segundo semestre de 2009. O PIB caiu apenas por um semestre. Houve aumento da liquidez, aumento dos programas de proteção social, maior oferta de crédito e forte investimento público (BARBOSA, 2013).

O capital externo rapidamente volta a fluir para o Brasil, atraído pela rápida recuperação da economia e do diferencial de juros, que embora tenham caído, ainda são altos em comparação aos juros dos países centrais.

Ao longo de 2009 e 2010, o câmbio foi mantido valorizado e os preços das *commodities* voltaram a subir.

Após o forte estímulo expansionista dos anos de crise internacional, seria necessário prosseguir nos anos seguintes com políticas menos expansionistas, sem que se abrisse mão das conquistas dos anos anteriores. Mesmo com a nova alta nos preços das *commodities* iniciada em 2009, e a redução no crescimento da economia mundial, os resultados comerciais foram declinando, e alcançaram o pior resultado da década em 2013, seguindo Barbosa (2013), os resultados só não foram piores porque ocorreu desvalorização cambial nestes últimos anos analisados.

No que diz respeito à política fiscal<sup>2</sup> durante o período analisado, Barbosa & Souza (2010) afirmam que, particularmente a partir de 2006, houve uma inflexão da

---

<sup>2</sup> As metas de superávits fiscais, juntamente com o sistema de taxas cambiais flutuantes e sistema de metas para a inflação, foram até então os pilares do tripé de sustentação da política macroeconômica adotada no Brasil a partir de 1999.

política que pode ser observado pelos eixos da nova diretriz da política fiscal, a saber: i) política de aumentos reais do salário mínimo; e ii) retomada sistemática do investimento público. Ou seja, neste momento parece ter havido uma reinterpretação do papel da política econômica, ainda que o impacto fiscal tenha sido bastante diminuído (superávit primário médio de 2,5% entre 2003-05 e de 2,3% entre 2006-08), os impactos em termos do PIB foram relevantes. A explicação para isso está no fato de que o crescimento do PIB se traduz em maior arrecadação fiscal, conforme já previa a teoria Keynesiana. Logo, apesar de o governo ter aumentado seus gastos, tanto em termos de transferências, devido ao aumento do salário mínimo, como de investimento público, os impactos positivos nas expectativas do setor privado e no próprio investimento privado induzido acabaram conjuntamente fazendo com que em termos o superávit fiscal não tenha sido reduzido de forma significativa.

Já a política monetária adotada no Brasil no período analisado foi praticamente a mesma que vigorava desde 1999: o sistema de Metas para a Inflação. No entanto, segundo Busato (2011) a partir de 2011 parecia haver uma reversão não no que diz respeito ao modelo mais geral utilizado pelo Banco Central, mas, ao entrar numa trajetória aparentemente consistente de redução nos juros, o Banco Central parece reconhecer que havia espaço para a redução dos juros no Brasil.

Ao estabilizar a demanda agregada, a política econômica estabiliza também as expectativas dos agentes, induzindo novas rodadas de gastos – em consumo e investimento. No entanto, como adverte a abordagem heterodoxa sobre crescimento econômico e restrição externa, existem limites para o alcance da política econômica, estritamente interna de estímulo à demanda, uma vez que o crescimento da demanda agregada traz consigo o crescimento das importações, conforme boom importador experimentado no Brasil pós-2006. O aumento das importações necessita ser financiado de alguma forma, uma vez que o Brasil não possui moeda aceita/conversível internacionalmente. As fontes tradicionais de financiamento externo são: i) as exportações; e ii) os fluxos de capitais (entrada de capital voluntário e empréstimos externos).

O desempenho exportador é explicado, ao menos no curto prazo, essencialmente pela dinâmica internacional. No caso brasileiro, o positivo desempenho exportador recente pode ser explicado pelo crescimento mundial, particularmente daqueles países para os quais o Brasil exporta, o qual favoreceu

sobremaneira o crescimento recente das exportações, 'independente' das demais variáveis explicativas, tais como a taxa de câmbio e a competitividade. Mesmo com a valorização da taxa de câmbio nos últimos anos, que impacta negativamente sobre o desempenho exportador, não se verificou uma redução nas exportações, pelo contrário, o que se observou foi uma significativa elevação do valor das exportações em virtude do extraordinário desempenho da economia internacional.

Essa valorização cambial, a despeito de não ter reduzido o valor das exportações, prejudica o desempenho exportador, se não perceptível em termos de nível total, segundo Busato (2011) é perceptível em termos de mudança na pauta e do próprio setor produtor de manufaturas nacional (dificuldades de exportar e pressão competitiva de manufaturas estrangeiras).

Nesse sentido, os impactos negativos da valorização cambial podem estar sendo mascarado por hora, uma vez que o desempenho internacional acaba puxando as exportações totais e isso possibilita um maior crescimento das importações sem que se esbarre no teto da restrição externa.

As outras duas importantes fontes de financiamento externo são a entrada de capitais voluntários – investimento direto estrangeiro e fluxo de capital de curto prazo – e os empréstimos tomados no exterior. No entanto, conforme Busato (2011) há um limite para esse tipo de financiamento, uma vez que o passivo externo não pode ser financiado infinitamente pela entrada de capitais de curto prazo. Existe um limite, a partir do qual, os credores externos reagem e já não mais estarão dispostos a financiar o balanço de pagamento de economias com problema de financiamento.

Em linhas gerais, o crescimento puxado estritamente pela dinâmica interna – políticas econômicas de indução na demanda – ao ser acompanhado pelo crescimento das importações acaba encontrando um limite que é dado pela restrição externa, ou seja, pela capacidade de financiar o crescimento das importações, quando se bate no chamado 'teto' imposto pela restrição externa<sup>3</sup>. Assim sendo, numa perspectiva em que a demanda possui papel central, a compreensão de como a restrição externa atua e limita o crescimento deve, essencialmente, passar pela análise dos efeitos da restrição externa sobre o crescimento da demanda efetiva e, por conseguinte, do produto e da renda.

---

<sup>3</sup> Ver Thilwall (1979, 1995).

### **CAPÍTULO III. INDICADORES DE RESTRIÇÃO EXTERNA**

Neste capítulo serão expostos os indicadores econômicos de restrição externa, que foram indispensáveis para a realização deste trabalho. A utilização desses indicadores foi de extrema relevância para o estudo por auxiliarem na compreensão do comportamento da restrição externa do país no período analisado. Os dados foram coletados do site do Banco Central do Brasil<sup>4</sup>, e para melhor interpretação, serão apresentadas a seguir suas definições.

#### **3.1 Protocolo de análise dos resultados: compreendendo o significado dos indicadores**

##### **a) Balança comercial, exportações e importações**

Compreendem-se por exportação todos os bens tangíveis e serviços que o país vendeu para outros países no período determinado. Compreende-se por importação as compras de bens tangíveis e serviços de outros países no período determinado; o saldo da balança comercial, é dado pela diferença entre o valor das exportações e das importações de bens e serviços. O comportamento do saldo da balança comercial torna-se um indicador indispensável para o estudo do comportamento comercial do país.

##### **b) Balanço de Pagamentos**

O balanço de pagamentos é o registro contábil de todas as transações, fluxo de bens e direitos de valor econômico entre os residentes de uma economia e o restante do mundo, ocorridos em determinado período de tempo. É dividido em conta corrente, a qual registra os fluxos envolvendo bens e serviços e conta capital e financeira, a qual registra transferências de patrimônio, investimentos, empréstimos e outras movimentações financeiras do país com o resto do mundo.

##### **c) Taxa de câmbio nominal livre e Taxa de câmbio efetiva real**

---

<sup>4</sup> As definições estão disponíveis no site do Banco Central do Brasil: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br). Acesso em 31 de agosto de 2014.

A taxa de câmbio nominal livre de uma determinada moeda, que apresenta o seu preço frente a uma determinada moeda estrangeira, é um ponto de partida para a análise da competitividade das exportações e do desempenho da balança comercial. Entretanto, variações nos preços domésticos e externos prejudicam tal análise ao alterarem o nível dos custos relativos de produção dos países envolvidos. Como solução, costuma-se adotar a taxa de câmbio real, a qual ajusta a taxa de câmbio nominal ao diferencial de variação de preços interno e externo.

#### d) Índice do termo de troca

Revela a razão entre os preços das exportações e das importações do país. Por designar a relação entre o valor das importações e o valor das exportações de um país em um determinado período, o indicador se tornou indispensável em nossa análise.

#### e) Investimento Direto Estrangeiro/PIB

Investimento estrangeiro direto compreende a participação no capital e a realização de empréstimos de empresas estrangeiras que estão sediadas dentro do país. A relação investimento estrangeiro direto/PIB foi utilizada pois mostra como o crescimento do IDE gera fluxos de remessas de lucros associados a esses, afetando o saldo das transações correntes.

#### f) Posição Internacional de Investimentos/PIB

A Posição Internacional de Investimento apresenta os ativos e os passivos externos do país. Os saldos guardam estreita relação com os fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos e são compilados em cinco itens para posições ativas: investimento direto no exterior, investimento em carteira, derivativos, outros investimentos e reservas internacionais; e em quatro itens para posições passivas: investimento estrangeiro direto, investimento em carteira, derivativos e outros investimentos. Foi usada como indicador a relação posição internacional de investimentos sobre PIB, que mede o grau de comprometimento do PIB produzido

pelo país, em US\$, frente ao saldo entre ativos e passivos do país, também medido em US\$.

#### g) Dívida Externa Total/Exportação

Além dos indicadores comerciais, também foram coletados indicadores da dívida. Entende-se por dívida externa o total das obrigações externas. O indicador dívida externa total/exportações mostrou-se de extrema importância por medir o grau de comprometimento das divisas estrangeiras oriundas das exportações frente ao endividamento externo total do país. Entende-se por dívida externa total, o estoque da dívida existente. Também foi utilizado como indicador econômico a relação dívida externa total/PIB, por medir o grau de comprometimento do PIB do período com o estoque da dívida existente.

#### h) Dívida Externa Líquida/Exportação

O indicador dívida externa líquida/exportação também foi utilizado. Ao contrário do anterior este indicador da dívida nos indica o grau de comprometimento das divisas geradas pelas exportações do país frente à dívida líquida, isto é, o estoque da dívida abatida das reservas internacionais que o país possui.

#### i) Reservas Internacionais/Dívida Externa

As reservas internacionais compreendem os ativos externos do país prontamente disponíveis, mantidos pelo Banco Central com o objetivo de financiar eventuais déficits do balanço de pagamentos. Foi utilizado como indicadores o estoque de reservas internacionais – conceito liquidez, e a razão dessas reservas frente à dívida externa, que nos indica o grau de comprometimento das reservas. O saldo das reservas é relevante para fazer frente a eventualidades e para conter crises cambiais.

### **3.2 Evolução dos indicadores de restrição externa da economia brasileira, período 2003-2013**

A fim de verificar a evolução dos indicadores de restrição externa e toda literatura trabalhada, foram coletados e/ou construídos indicadores econômicos que retratam a evolução das contas externas. Os dados e ou indicadores estão disponíveis no site do Banco Central do Brasil, os quais foram analisados na medida em que pudessem explicar o comportamento da restrição externa do país no período analisado. Seguem abaixo os dados.

#### Gráfico 6 – Saldo da balança comercial US\$ Bilhões – (2003 – 2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

Este indicador nos mostra o comportamento do saldo da balança comercial ao longo do período analisado.

Notamos que o ano 2006 foi o que apresentou o maior saldo da balança comercial, com saldo superior a US\$ 45 bilhões, apresentando um aumento de 92% em relação ao saldo do ano de 2003. Esse superávit notável do ano de 2006, segundo Cintra (2015) é resultado do alto dinamismo das economias internacionais, o que elevou as exportações. Além disso, havia uma tendência de alta nas cotações das *commodities*, esses dois fatores somados a alta desvalorização da moeda ocorrida no final de 2002, fizeram com que as exportações duplicassem em apenas três anos, de 2003 a 2006.

No ano de 2008, houve uma grande redução no saldo da balança comercial em relação aos três anos anteriores, aproximadamente 40% de redução em relação a 2007, possivelmente resultado da crise internacional e da aceleração do crescimento da economia brasileira.

O pior resultado da análise é observado no ano de 2013, com redução de 90% em relação ao ano anterior, de 2012. E se comparado a 2006, ano de melhor resultado no período analisado, esta redução se acentua. O discreto superávit comercial de US\$ 2,4 bilhões é resultado, segundo Cintra (2015) de vários fatores concomitantes, como a expansão da demanda interna, a valorização da moeda, a reversão da tendência de alta nas cotações das *commodities* e o pouco dinamismo econômico que as economias desenvolvidas apresentaram nos anos anteriores.

### Gráfico 7 – Saldo da Balança Comercial/PIB % – (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

A relação entre saldo da balança comercial/PIB, em 12 meses permite analisar a evolução do saldo da balança comercial como proporção do PIB. Observamos uma diminuição ao longo da última década. Na verdade, nos anos iniciais observados, entre 2003 e 2007 houve uma melhora do indicador, principalmente resultado do bom desempenho exportador, neste período houve aumento das exportações, saltando de aproximadamente US\$ 60 bilhões em 2002, para mais de US\$ 160 bilhões em 2007. A partir de 2005 nota-se claramente que se inicia uma reversão na tendência de crescimento neste indicador. Se agravando a partir de 2007.

O ano de 2005 marca o ano da inflexão do direcionamento da política econômica do primeiro mandato do governo Lula e conforme sugere a teoria de restrição externa, o crescimento das importações associados ao crescimento da demanda interna explicam o comportamento da balança comercial no período. Além disso, mudanças no cenário mundial ocasionadas pela crise financeira que se iniciou em 2007 contribuem para explicar essa tendência de redução das exportações. Segundo Cintra (2015) essas mudanças incluem mudanças nas expectativas dos agentes em meio à incerteza, pouco dinamismo nas economias centrais e a reversão na cotação das commodities.

A deterioração do indicador persiste até os anos recentes, atingindo seu nível mais baixo no primeiro trimestre de 2013, onde a relação alcança 0,52.

### Gráfico 8 – Saldo Balanço de Pagamentos em US\$ Bilhões – (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

Como já foi dito, o balanço de pagamentos registra todas as transações entre os residentes de uma economia e o restante do mundo, ocorridos em determinado período de tempo. É dividido em conta corrente e conta capital e financeira.

O balanço de pagamentos apresentou saldos positivos quase por todo período analisado, com exceção do ano de 2013. A conta financeira apresentou resultados excepcionais, segundo Cintra (2015), isto se deve ao fato de que o Brasil foi o principal destino dos fluxos de capitais em busca de valorização financeira,

atraídos pelos diferenciais de juros. Por essa mesma razão, temos que o investimento estrangeiro direto foi crescente em todo o período analisado.

O ano de 2007 apresenta o melhor resultado, com superávit de US\$ 87 bilhões. O ano seguinte sofreu uma redução abrupta, apresentando um superávit de apenas US\$ 2 bilhões, sendo o terceiro menor apresentado durante o período analisado, ficando atrás do ano de 2004 e 2013, único ano do período analisado que registrou um déficit. A explicação para a reversão do resultado de 2007 para 2008 é dada pela crise internacional e a alteração nos fluxos de capitais, impactando a conta financeira do balanço de pagamentos. Nos anos seguintes, 2009, 2010 e 2011, o balanço de pagamentos se recupera, apresentando superávit de US\$ 58 bilhões em 2011. Segundo Cintra (2015), o Brasil se tornou o principal destino dos capitais internacionais por possuir um diferencial de juros elevado.

O pior resultado do período analisado é no ano de 2013, com déficit de US\$ 5 bilhões, acompanhando a saída de capital internacional.

#### Gráfico 9 – Saldo em Conta Corrente em US\$ Bilhões (2003 – 2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

A conta corrente é uma das duas grandes contas que compõe o balanço de pagamentos, analisado acima. Nesta conta esta registrada todas as receitas e despesas da balança comercial, da conta de serviços, que inclui juros, dividendos, viagens internacionais, lucros, seguros, fretes, e das transferências unilaterais.

No gráfico acima é possível observar que o saldo de transações correntes foi positivo de 2003 a 2007, sequência inédita de cinco superávits seguidos na história brasileira, e uma posterior deterioração. Após 2007, o resultado foi de déficit, atingindo seu pior resultado em 2013, com déficit de US\$ 81 bilhões.

#### Gráfico 10 – Saldo em Conta Capital e Financeira em US\$ Bilhões – (2003 – 2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

A Conta Capital e Financeira também compõe o balanço de pagamentos e agrupa os investimentos diretos, dos brasileiros no exterior e de estrangeiros no Brasil, os investimentos em carteira, aqueles feitos no mercado financeiro, derivativos e outros investimentos.

A conta apresenta resultados melhores aos resultados da conta corrente, analisada acima. No período analisado, apenas os anos de 2004 e 2005 apresentam déficit nesta conta. Os maiores resultados são observados nos anos de 2010 e 2011, com superávit de US\$ 99 bilhões e US\$ 112 bilhões, respectivamente. Estes resultados, segundo Busato (2011), se devem principalmente a forte entrada de investimento estrangeiro direto após a crise econômica internacional.

#### Gráfico 11 - Índice da taxa de câmbio efetiva real (IPCA) – (Mensal) (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

A análise da taxa de câmbio é o ponto inicial e de extrema importância para compreender a dinâmica das exportações do país. Para que as variações nos preços internos e externos não prejudiquem tal análise, devemos utilizar a taxa de câmbio real.

Podemos notar no gráfico acima que o índice da taxa de câmbio real atingiu 160,14 em fevereiro de 2003, valor mais alto no período analisado, possivelmente resultado da alta desvalorização no ano de 2002. No ano de 2008, ano da crise internacional, com mudanças na liquidez internacional, nas expectativas e nos fluxos de capital, este índice sofreu um aumento e voltou a cair no ano seguinte, mostrando a rápida recuperação do país à crise.

#### Gráfico 12 - Evolução do índice do termo de troca (2003-2013)

Fonte: IPEA DATA, 2015. Elaboração própria.

A análise da evolução do índice dos termos de troca é extremamente importante para nosso estudo por apresentar a razão entre os preços das exportações e os das importações, ponderada segundo a importância de cada item na balança comercial, seja ele, bem ou serviço.

Observamos uma tendência ao longo dos anos de melhoria nos termos de troca. Segundo Serrano & Suma (2011) a maior parte do superávit comercial brasileiro no período observado se deu em função da melhora no índice de termos de troca.

A partir de 2006, nota-se uma trajetória de melhora significativa. No ano de 2009, há uma interrupção nessa trajetória devido à crise internacional, mas, a medida que a economia mundial se recuperou e os países avançados aumentaram consideravelmente a liquidez mundial para combater a crise financeira, os preços das *commodities* subiram fortemente e puxaram os termos de troca do Brasil novamente para cima a partir de 2010.

A partir de 2011, inicia-se uma trajetória de queda. De dezembro de 2011 a meados de 2012 é registrado redução de 7,5%. Apesar da queda recente, os termos de troca ainda estão em um patamar elevado em termos históricos.

De modo geral, assumimos uma melhora significativa nos termos de troca para o período. Termos de troca favoráveis são geralmente associados, na literatura, com crescimento da economia e a mudanças estruturais no país. Segundo Barbosa (2013) a constante melhora nos termos de troca num regime de câmbio flutuante gerou uma apreciação substancial do real, que por sua vez teve grande impacto positivo sobre o consumo e os investimentos privados no curto prazo.

#### Gráfico 13 - Investimento Estrangeiro Direto/PIB em 12 meses (trimestral - %) – (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

Investimento estrangeiro direto compreende a participação no capital e a realização de empréstimos de empresas estrangeiras que estão sediadas dentro do país.

A relação investimento estrangeiro direto/PIB é uma estatística que nos mostra o quanto do PIB corresponde a investimento direto estrangeiro. Ao observarmos o gráfico podemos notar que o comportamento variou intensivamente ao longo dos anos. No primeiro trimestre de 2003, a relação era de 2,67%, esta começou a cair até alcançar 1,77% no segundo trimestre de 2004. No segundo trimestre de 2006, a relação alcança 1,42%, um dos valores mais baixos registrados dentro de nossa análise. O valor mais baixo é registrado no segundo trimestre de 2010, 1,24%, e no terceiro trimestre de 2011, alcança seu ponto mais alto, 3,18%.

No primeiro trimestre de 2012 a relação apresenta uma redução para 2,64%, porém ainda um valor elevado. A relação se mantém praticamente estável pelos dois anos seguintes, possivelmente devido a elevada liquidez internacional.

#### Gráfico 14 - Posição internacional de investimentos/PIB (trimestral - %) – (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

A posição internacional de investimentos apresenta os ativos e passivos financeiros externos do país, ou seja, os haveres e as obrigações de residentes

contra não residentes. O seu saldo representa o passivo externo líquido da economia.

Segundo Cintra (2015), a posição internacional de investimentos reflete em última instância o perfil dos fluxos de capitais e o resultado em transações correntes.

#### Gráfico 15 - Dívida Externa total/Exportações (Trimestral) – (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

A razão dívida externa total/exportações mede o grau de comprometimento das divisas estrangeiras obtidas pelo Brasil através das receitas de exportações, frente a seu endividamento externo. É um indicador relevante visto que mostra a capacidade de pagamento da dívida externa.

Podemos dizer que quanto menor for essa razão, menor a vulnerabilidade externa do país, segundo Busato (2011), não sendo condição única para medir vulnerabilidade externa. Assim, nota-se que partimos de uma situação em 2003, onde a razão dívida externa total/exportações era 2,9 indicando que a dívida externa total superava as exportações em quase duas vezes.

Essa razão começa a cair, chegando em 2006 próximo de 1. A relação fica sem grandes variações por todo período de 2006 a 2012, registrando uma pequena queda para 0,9 no fim de 2008.

#### Gráfico 16 - Dívida Externa líquida/Exportações (trimestral) –(2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

A razão dívida externa líquida/exportações mede o grau do comprometimento das exportações diante da dívida líquida. O comportamento é similar ao da razão que relaciona a dívida externa total às exportações. Nesta razão, a dívida externa utilizada é a líquida, ou seja, a dívida externa total deduzida as reservas que o país possui. No ano de 2003, partimos de uma razão de 2,6, e a partir daí essa razão

começa a cair até que no fim do ano de 2007 esteja próxima a 0. Chegando a -0,4 no quarto trimestre de 2009, menor resultado observado na análise. No ano de 2011 o indicador apresenta certa estabilidade ficando próximo a -0,3. No ano de 2012 têm uma leve queda e volta ao patamar de -0,4, apresentando uma subida no primeiro trimestre do ano seguinte, mas retornando ao patamar antigo já no terceiro trimestre do mesmo ano. O resultado mostra que a partir de 2008 o Brasil tornou-se credor líquido, ou seja, a partir de 2008 as reservas superaram o estoque de dívida externa em dólares.

#### Gráfico 17 - Dívida externa total/PIB (Trimestral - %) – (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

A relação dívida externa total sobre PIB dimensiona o estoque de dívida em moeda estrangeira com o produto interno bruto (medido em US\$). O comportamento desse indicador é semelhante ao do indicador dívida externa total/exportações, analisado anteriormente. No ano de 2003, o país se encontrava em situação onde a relação dívida externa/PIB era de 41,5% de seu PIB. A partir daí a relação começa a cair, chegando ao segundo trimestre de 2006 em 16% do PIB, permanecendo aproximadamente nesse patamar até 2012, atingindo no segundo trimestre de 2010 seu ponto mais baixo, em apenas 11,2% do PIB. A relativa estabilidade do indicador após 2006 se deve ao fato de que neste mesmo ano o governo pagou a dívida externa junto ao FMI, por isso temos uma grande variação nos primeiros anos da década, e pouca variação nos anos seguintes a 2006.

### Gráfico 18 - Dívida externa líquida/PIB (trimestral %) – (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria, 2015.

A relação dívida externa líquida sobre PIB dimensiona o estoque de dívida líquida em moeda estrangeira com o produto interno bruto (ambos medidos em US\$). O comportamento desse indicador é semelhante ao do indicador dívida externa total/exportações, analisado anteriormente.

Podemos notar que no primeiro trimestre de 2003 a relação é de cerca de 31,9%. Esta relação começa a cair ao longo dos anos 2003, 2004 e 2005, chegando ao terceiro trimestre de 2006 a casa de 6,8%, subindo um pouco no quarto trimestre para 6,9%. A partir do primeiro trimestre de 2007, a relação volta cair consideravelmente, até alcançar seu ponto mais baixo nos três trimestres finais de 2012.

O comportamento é similar ao indicador anterior, pois a única diferença é a utilização da dívida externa líquida, aquela deduzida as reservas. A trajetória de queda até 2007 e considerável estabilidade a partir deste ano é resultado principalmente do acúmulo de reservas internacionais a partir deste mesmo ano, como veremos no próximo gráfico.

### Gráfico 19 – Reservas Internacionais - conceito liquidez (Mensal, US\$ Bilhões) – (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

Como já foi dito, as reservas internacionais são ativos do país, denominados em moeda estrangeira, que ficam disponíveis e que podem ser utilizados para cobrir déficits no balanço de pagamentos.

No início de 2003, as reservas internacionais totalizavam US\$ 39 bilhões. Mantiveram-se em um patamar parecido durante os dois anos seguintes, quando em 2006 iniciou uma trajetória de ascensão, revertida apenas em 2008, em meio à crise internacional. O acúmulo de reservas internacionais entre os anos de 2006 e 2008 permitiu segundo Cintra (2015), além do pagamento da dívida externa junto ao FMI em 2007, o que diminuiu o endividamento público externo, a manutenção de

políticas anticíclicas após 2008. No fim de 2008, as reservas internacionais totalizavam US\$ 203 bilhões.

De acordo com Cintra (2015), o acúmulo de reservas permitiu a melhora dos indicadores de endividamento externo, e diminuiu os impactos causados pela instabilidade das expectativas dos agentes meio a crise. Vale lembrar que apesar disso, a fragilidade externa não desapareceu, pois o real continua sendo uma moeda inconversível.<sup>5</sup> Dessa forma, podemos dizer que o acúmulo de reservas reduziu a fragilidade da economia, mas não a eliminou.

Em janeiro de 2013, as reservas internacionais já totalizavam US\$ 377 bilhões.

Segundo Barbosa (2011), a opção por acumular um grande estoque de reservas internacionais foi uma opção estratégica dos governos Lula e Dilma para construir um seguro contra flutuações na economia mundial.

#### Gráfico 20 – Reservas Internacionais/Dívida Externa total (Trimestral - %) – (2003-2013)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015. Elaboração própria.

Ao relacionar as reservas internacionais com a dívida externa podemos analisar o grau de solvência do Brasil.

No primeiro trimestre de 2003, apenas 19,7% da dívida externa total apresentava reservas internacionais correspondentes. Essa relação foi melhorando ao longo dos anos, até atingir seu nível mais alto no segundo trimestre de 2012, alcançando 123,4%, indicando uma notável melhora no nível de solvência do país, o que segundo Cintra (2015) acarretou um afastamento da restrição externa, bem como a mudança na inserção internacional. Nas palavras de Cintra (2015, pg 132), “A fragilidade externa, no entanto, não desapareceu, pois persistiu a inconversibilidade do real, a renitente perda de competitividade das exportações de manufaturados”.

## CONCLUSÃO

---

<sup>5</sup> O real é uma moeda inconversível, isto é, não possui aceitabilidade internacional como o dólar.

O estudo buscou fazer uma breve revisão da literatura sobre restrição externa, sob argumento central de que países em desenvolvimento sem moeda aceita internacionalmente podem enfrentar, de tempos em tempos, restrições externas que acabam reduzindo a capacidade de crescimento econômico viabilizado por políticas internas de estímulo à demanda.

Além disso, se pretendeu enfatizar a relevância das condições externas mais favoráveis no período de 2003 a 2013 para explicar as positivas taxas de crescimento neste período com relação à década imediatamente anterior.

Mostrou-se que houve uma melhora significativa nos indicadores econômicos de restrição externa, o que permitiu um crescimento da demanda e, portanto, do produto. Durante a referida década, com o Estado passando a intervir mais na economia, houve maiores incentivos ao consumo e à produção industrial. Assim, quando comparado ao período anterior, o período analisado apresentou melhoria nas taxas de crescimento econômico acompanhadas de considerável melhora nos indicadores econômicos observados.

O recente bom desempenho da economia brasileira pode ser compreendido à luz do desempenho das condições externas favoráveis, visto que, conforme observado, os indicadores de restrição externa apresentaram melhora significativa, isto é, sob condições externas favoráveis, abriu-se espaço para o crescimento do produto. O afrouxamento da restrição externa foi o fator que possibilitou o crescimento econômico registrado na década.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Séries Temporais**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?serietemp>. Acesso em outubro de 2015.

BARBOSA, N. Dez anos de Política Econômica. In: SADER, E. **10 anos de Governo Pós Neoliberais no Brasil: Lula e Dilma**. Editora Boitempo. Rio de Janeiro, 2013.

\_\_\_\_\_. **Oportunidades e desafios criados pelo Desenvolvimento Chinês ao Brasil**. Rio de Janeiro, 2011.

BARBOSA, N. & SOUZA, J. A. **A inflexão do governo Lula: Política econômica, crescimento e distribuição de renda**. Rio de Janeiro, 2010.

BUSATO, M. I. **Crescimento econômico e restrição externa: Um modelo de simulação pós-Keynesiano**. Rio de Janeiro, 2011.

CINTRA, M. A. M. **O Financiamento das Contas Externas Brasileiras 1995-2014**. In: SQUEFF, G. C. Dinâmica Macrossetorial Brasileira. IPEA, Brasília, 2015.

IPEA DATA, **Indicadores IPEA**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em novembro de 2015.

JAYME JR, F. G. & REZENDE, M. F. **Crescimento Econômico e Restrição Externa: Teoria e a experiência brasileira**. In: IPEA, Crescimento Econômico – Setor externo e inflação. Rio de Janeiro, 2009.

KEYNES, J. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda** (1936). São Paulo: Abril Cultural, 1983 (Coleção Os Economistas).

LIMA, G. T. & CARVALHO, V. R. **A Restrição externa como fator limitante do crescimento econômico brasileiro: um teste empírico**. Anais do XXII Encontro Nacional de Economia da ANPEC. Dezembro, 2008.

MEDEIROS, C. & SERRANO, F. **Inserção Externa, Exportações e Crescimento no Brasil**. Rio de Janeiro, 2001.

PREBISCH, R. **Dinâmica do desenvolvimento latino-americano**. Editora Fundo de Cultura: Rio de Janeiro, 1964.

\_\_\_\_\_. Estudo econômico da América latina. 1949. In: BIELSCHOWSKY, R. **Cinquenta anos de pensamento na Cepal**, v. 1. Rio de Janeiro: Record, 2000b.

\_\_\_\_\_. **O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais**. In: BIELSCHOWSKY, R. Cinquenta anos de pensamento na Cepal, v. 1. Rio de Janeiro: Record, 2000a.

\_\_\_\_\_. **Problemas teóricos e práticos do crescimento econômico, 1951**. In: BIELSCHOWSKY, R. Cinquenta anos de pensamento na Cepal, v. 1. Rio de Janeiro: Record, 2000c.

SERRANO, F. & SUMMA, R. **Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira nos anos 2000**. Observatório da Economia Global – Textos avulsos. Rio de Janeiro, 2011.

SILVEIRA, E. M. C. **Crescimento Econômico e Restrição Externa no Brasil: Uma análise a partir da hipótese de Thirlwall**. UNISINOS, 2015.

THIRLWALL, A. P. **A natureza do crescimento econômico: um referencial alternativo para compreender no desempenho das nações**. Traduzido por Vera Ribeiro. IPEA. Brasília, 2005.

RODRIGUEZ, O. **O estruturalismo latino americano**. Editora Civilização Brasileira. 1ª edição, 2009.

