

A estratégia de crescimento com poupança externa nos governos do PT.

Autor: Luiz Henrique Marques Gomes¹

Resumo: Este trabalho tem como objetivo analisar a estratégia de crescimento com poupança externa no período entre 2002 e 2014. Tal estratégia supõe que os países desenvolvidos transferem poupança para aqueles em desenvolvimento, os quais transformariam esses recursos em financiamento para o investimento produtivo. Com base nisso, a melhor política seria a abertura da conta de capital e a adoção de medidas *capital friendly*. A seguir defendemos que os resultados dessa estratégia de crescimento são a apreciação cambial e o crescimento da vulnerabilidade externa. Aliado à “doença holandesa”, produz-se um quadro que resulta em desindustrialização e reprimarização da pauta exportadora.

Palavras-chave: Poupança Externa; Brasil; Governos do Partido dos Trabalhadores.

Growth with foreign savings strategy at PT's administration.

Abstract: This work aims to analyze the strategy of growth with foreign savings during the Brazilian Workers Party administration. This strategy grounds itself in the idea that developed countries export savings to developing countries, which transform these resources into productive investment. Based on this, the best policy would be the opening of the capital account and adoption of capital friendly measures. Below we contend that growth with foreign savings reinforces currency appreciation and increases the country's external vulnerability. Combined with the Dutch disease, this growth strategy produces a picture which final outcome is deindustrialisation and reprimarization of the exports.

Key words: Foreign Savings, Brazil, Workers Party Administration.

Classificação JEL: F43; O10; O11.

¹ Doutorando em Economia pela Universidade Federal Fluminense (UFF). Mestre em Economia pela UFF (2013) e graduado (2010) em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).

I- INTRODUÇÃO

A aguda ampliação do déficit em conta corrente no Brasil nos últimos anos vem despertando a atenção dos especialistas e da imprensa em geral. A preocupação ganhou corpo a partir de que os superávits obtidos, grosso modo, desde meados de 2003, evaporaram-se depois do último trimestre de 2007. Segundo a opinião predominante, a reversão do saldo em conta corrente deveu-se a uma mera alteração nas condições da economia internacional e não à uma estratégia deliberada por parte do governo.

Neste trabalho, defende-se a hipótese de que a estratégia de crescimento empregada pelos governos recentes no Brasil, é a principal responsável pelos contínuos déficits em conta corrente e pelo consequente aumento da vulnerabilidade externa do país. Isso porque a estratégia adotada tem como eixo estruturante o recurso recorrente à poupança externa, acarretando uma série de consequências negativas para o país. O objetivo deste trabalho é investigar esta hipótese, tendo em vista: (i) o desempenho macroeconômico geral e (ii) os impactos da estratégia de recurso à poupança externa na economia como um todo.

Com o fim de atingir este objetivo, o presente artigo divide-se em seções. A primeira após a introdução apresenta o marco teórico que subjaz o uso reiterado de poupança externa como estratégia de crescimento. A segunda traz a experiência dessa estratégia sob o governo do Partido dos Trabalhadores (PT). A terceira seção foca em como a estratégia de crescimento com poupança externa agrava a tendência de sobreapreciação cambial e acarreta consequências negativas para a economia nacional. Por fim, há a seção de conclusões.

II- A ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA

A estratégia de crescimento com poupança externa pertence a um conjunto de políticas de desenvolvimento econômico enquadradas como neoliberais. O neoliberalismo pode ser entendido como a presença cada vez maior do mercado como regulador das esferas da vida social e da própria sociabilidade entre as pessoas. Crescer com poupança externa faz parte de uma estratégia (de desenvolvimento) mais ampla de acoplar a economia nacional com a economia mundial e, desse modo, alargar o espaço disponível para a acumulação privada. Perceba que essa estratégia encaixa-se dentro de uma racionalidade global de como se deve ordenar a sociedade (se essa racionalidade é adequada ou desejável é outra questão). Nessa seção do texto estudaremos os fundamentos teóricos da estratégia de crescimento com poupança externa.

A teoria econômica ortodoxa afirma que em países com escassez de capital e excesso de mão-de-obra o rendimento do capital é maior do que em países com excesso de capital e escassez de mão-de-obra e, por isso, o capital tende a fluir, na ausência de restrições à sua mobilidade internacional, dos países avançados para os países atrasados. Ou seja, os países com excesso de capital financiariam o desenvolvimento em países com insuficiência de poupança. Contudo, esse movimento, que deveria ser espontâneo pela “sanha” do capital de obter maiores retornos, pode ser estorvado por restrições institucionais, como problemas políticos, marco regulatório frágil, controle do fluxo de capital, etc.

Dessas ideias retiram os ortodoxos as seguintes ilações: (i) a liberdade de movimento para o fluxo de capitais é fundamental para garantir a eficiente alocação internacional dos recursos; (ii) um país subdesenvolvido deve atrair poupança externa a fim de aumentar sua taxa global de poupança e, assim, financiar um volume maior de investimentos e acelerar seu ritmo de crescimento econômico; (iii) e, para que isso tenha lugar, é preciso que as instituições desse países sejam “disciplinadas”, “responsáveis” e “saudáveis”, no sentido de garantir, a qualquer custo, a estabilidade macroeconômica e a adoção de políticas “*capital-friendly*”, de modo que se construa uma boa (do ponto de vista dos investidores) “credibilidade” dos *policy-makers*. A estratégia de crescimento com poupança externa assume como pressuposto que a poupança externa captada se transformará efetivamente em investimento produtivo. Os problemas com os déficits em conta corrente seriam resolvidos por superávits fiscais, pois assume-se como verdadeira a proposição dos “déficits gêmeos” em que a conta de transações correntes é a contrapartida contábil do resultado fiscal do governo. Desse modo, a obtenção de superávits primários seria uma condição *sine qua non* para o desenvolvimento econômico de um país.

Com o início da chamada “era neoliberal”, inaugurada pela eleição de Fernando Collor em 1990, a atração de recursos externos passou a ser um dos eixos estruturantes das políticas macroeconômicas a serem implementadas. Com a renegociação da dívida externa nos marcos do Plano *Brady*, os mercados internacionais de capitais voltaram a emprestar para o Brasil e a possibilidade de tentar ancorar o crescimento econômico em recursos alheios passou a figurar no discurso de políticos e economistas. Dentro de um marco de crescimento do discurso neoliberal, tal argumento ganhou corpo e atraiu a opinião pública. Dessa forma, parte da população “comprou” a tese de que a captação de poupança externa seria a chave para suprir a anemia da poupança interna e alavancar o desenvolvimento econômico.

Para tal, ao ajuste fiscal e à liberalização comercial, recomendações do receituário neoliberal implementado a partir de 1990, foi acrescida a liberalização financeira, pois uma maior liberdade de movimento seduziria os capitais internacionais a investirem no país. A abertura da conta de capital

seria fundamental para o crescimento econômico. Aliado a isso, a existência de um diferencial positivo de juros entre o Brasil e o resto do mundo seria fundamental para a atração de poupança externa. Isso porque a teoria tradicional postula que, em uma situação de livre mobilidade e integração entre os mercados, o diferencial de taxas de juros entre os países é o condicionante primordial para a captação de capitais. Com isso, um país como o Brasil, com alto risco intrínseco, deveria manter uma taxa de juros interna significativamente mais alta que a taxa de juros internacional a fim de que fosse capaz de atrair capital externo. O impacto dos juros altos no custo da dívida e a pressão subsequente sobre o balanço de pagamentos não teriam importância significativa, já que a entrada de capitais, e sua capacidade de se materializar em investimento produtivo capaz de incrementar o potencial de exportação, mais do que compensaria esse custo.

A produção de déficits em conta corrente devido ao recurso de “crescimento com poupança externa” não seria um problema pois: (i) a atração de capital externo ajudaria a cobrir os déficits em conta corrente; e (ii) o ajuste fiscal serviria para conter o desajuste no setor externo (isto de acordo com a teoria dos “déficits gêmeos”). Nesse sentido, quanto mais um país se enquadrasse no figurino neoliberal, adotando medidas liberalizantes, realizando um ajuste fiscal duradouro, com reforma do Estado e privatizações das estatais, e oferecendo um ambiente propício aos negócios, com instituições sólidas e com credibilidade, mais ele seria capaz de atrair capital externo e complementar a sua poupança interna, aumentando, assim, o nível de investimento e o ritmo do crescimento econômico. Se a estratégia de crescer com poupança externa resulta em maior endividamento externo e problemas no balanço de pagamento não é algo relevante ou, ao menos, algo que tenha que ser tido como uma preocupação pelas autoridades do país. Note que, na visão ortodoxa, o endividamento externo não se constitui um problema, mas sim um artifício para acelerar o crescimento econômico.

Bresser-Pereira e Nakano (2003) atacam justamente esse ponto. Apoiados na “restrição Feldstein Horioka”, sustentam que “*a política de “crescimento com poupança externa” é simplesmente uma política econômica falha, baseada em um pensamento econômico medíocre*” (ibid, p. 4). O ponto fulcral de tal restrição é que um país não pode tomar ou fazer empréstimos *ad infinitum*, ou seja os países possuem um limite de endividamento. Isso é porque o acúmulos de déficits, e de consequente endividamento, gera um algoritmo de instabilidade macroeconômica: o aumento do estoque da dívida leva a um aumento do risco soberano, o qual acarreta juros crescentes; estes levam à diminuição dos investimentos internos e a própria recusa dos investidores internacionais de continuar com a rolagem da dívida. O quadro final é o rompimento das relações de dívida do país com o exterior (ibid, p. 10-11).

Conclui-se, pois, que a contração de empréstimos externos para cobrir problemas no balanço de pagamentos pode chegar a um patamar em que a própria solvência do país esteja em risco, em virtude do excessivo custo de serviço da dívida. E isso teria um efeito negativo sobre o ritmo de crescimento de um país, já que quando o país está endividado, novos déficits em conta corrente tornam mais instável a economia, pois os “humores” do mercado tendem a provocar seguidos ataques especulativos contra a moeda. Tal crise de balanço de pagamentos tende a desembocar em desvalorização do câmbio, o que acarreta, dependendo do tipo de governo no poder, a adoção de políticas monetárias e fiscais contracionistas, com graves consequências econômicas e sociais.

Adicionalmente, Bresser-Pereira e Nakano (2003) alertam que a poupança externa não necessariamente aumenta a poupança interna, pois pode haver vazamento para o consumo. Isso porque à falta de um governo com políticas ativas (industrial, tecnológica, etc), e de um ambiente macroeconômico adequado (em especial taxa de juros baixa e taxa de câmbio não sobrevalorizada), além de uma classe empresarial disposta a engajar-se na retomada e/ou expansão de seus negócios, dificilmente o ingresso de recursos torna-se investimento produtivo. De fato, ponderam que esse foi o caso do Brasil de 1992 até o início do século XXI, em que houve forte entrada líquida de recursos, mas destinada, especialmente, ao financiamento do consumo². Nesse caso, a entrada de recursos externos serve principalmente para aumentar o consumo interno e o endividamento externo³, sem a contrapartida de aumento da capacidade produtiva e do potencial de geração de divisas do país (ibid, p. 14-15).

Cabe observar que, como nos lembra Paulani (2013, p. 250-251), a atração de poupança externa, por reforçar a apreciação cambial, ocasiona a elevação dos salários, o que termina por incentivar o consumo e não os investimentos, pois esse aquecimento de demanda tende a ser atendido pelas importações e não pelos produtores nacionais. Dessa forma, há a substituição de poupança interna pela externa e há vazamento de demanda em vez de aumento da mesma, além de perda de competitividade das empresas nacionais *vis-à-vis* às estrangeiras (devido ao aumento do custo em divisas sem o correspondente aumento de produtividade) (sobre o tema confira Bresser-Pereira, 2009, capítulo 6).

Em suma, o argumento da substituição de poupança interna por externa pode ser resumido assim: a entrada de capitais, supondo que as reservas cambiais não variem, aprecia o câmbio, acarretando dois movimentos, um de aumento dos salários reais e das importações e outro de redução das exportações, dos investimentos e, logo, da poupança interna. Portanto, a poupança

² Segundo o teste econométrico empreendido por eles a elasticidade-renda foi de apenas 0,001% para os países da América Latina entre 1979 e 1998 (Bresser-Pereira & Nakano, 2003, p. 14).

³ Lembre-se que o endividamento externo traz consigo um custo de remuneração.

externa tende a se transformar em maior consumo e em maior endividamento, implicando em déficits no balanço de rendas. Apenas no caso em que a economia passa por um período de alto crescimento é que isso não tende a ocorrer, pois nesse caso o diferencial entre a taxa de lucros esperada e a taxa de juros de longo prazo tende a ser significativo (Bresser-Pereira & Gala, 2007, p. 16-18).

De todo esse quadro se conclui que a poupança externa não é uma boa estratégia para aumentar o investimento interno; ela é, no máximo, um complemento a ser utilizado com zelo. O recurso excessivo à mesma causa aumento da instabilidade (devido a que os países possuem um limite de endividamento externo), além de trazer consigo um reforço à tendência de sobrevalorização cambial e de substituição de poupança interna por poupança externa. É preciso ter claro, que se o objetivo é o crescimento da taxa de investimento, o fundamental, sob uma ótica heterodoxa, é a formação de um conjunto de políticas que favoreça a tomada de decisão de investir por parte dos empresários.

III- A ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA NOS GOVERNOS DO PARTIDO DOS TRABALHADORES

As eleições presidenciais de 2002 relegam ao Brasil a ascensão do PT ao Palácio do Planalto, encabeçado por Lula, o novo presidente da República. A assunção deste partido ao poder inaugura a era do NADA (Nacional-Desenvolvimentismo às Avessas) (Gonçalves, 2012). Ainda que sua gênese tenha sido na década de 1990, é com o PT que o NADA se consolida e se intensifica. O NADA (Gonçalves, *ibid*, p. 23) é caracterizado por:

...desindustrialização, dessubstituição de importações; reprimarização das exportações; maior dependência tecnológica; maior desnacionalização; perda de competitividade internacional, crescente vulnerabilidade externa estrutural em função do aumento do passivo externo financeiro; maior concentração de capital; e crescente dominação financeira que expressa a subordinação da política de desenvolvimento à política monetária focada no controle da inflação.

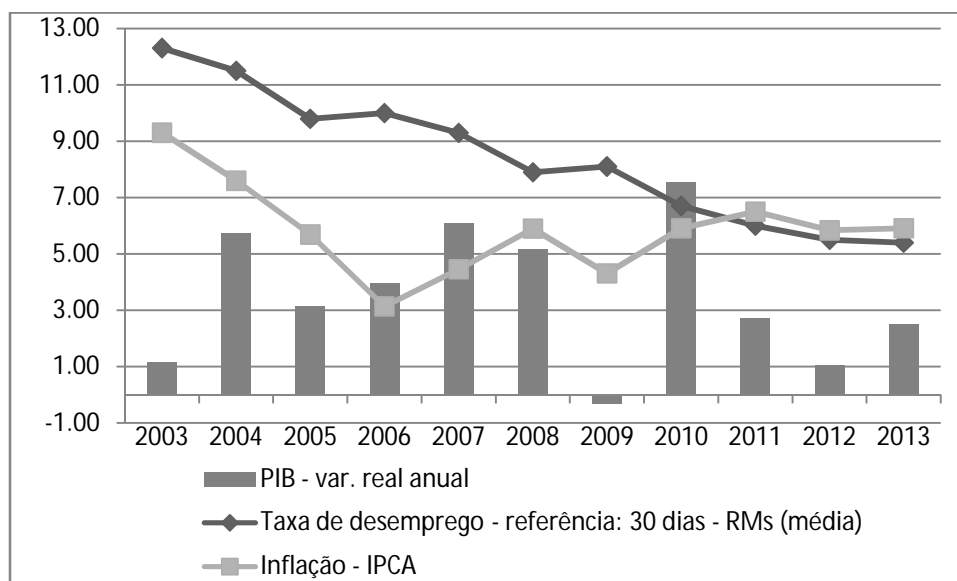
Em nosso entendimento, o NADA pode ser considerado como a trajetória de retrocesso econômico decorrente da adoção da estratégia de crescimento com poupança externa, a qual redundava em um reforço à tendência de apreciação cambial e no crescimento da vulnerabilidade externa. Em que pese o discurso de que o crescimento econômico durante os primeiros anos do PT

no governo tenha sido em virtude do crescimento do mercado interno, o fato concreto é que tal desempenho apenas foi possível através do recurso sistemático à poupança externa como forma de aliviar o problema crônico e estrutural da restrição externa de um país capitalista periférico. A diferença nos resultados do crescimento do PIB e outras variáveis macroeconômicas do governo Lula, com relação ao governo anterior, deveu-se à melhora nas condições de liquidez internacional, ao *boom* do preço das *commodities* e à ascensão da China como “bomba sugadora” de produtos primários do Brasil (Carcanholo, 2010). Pode-se dizer que a diferença entre os governos Lula e FHC foi de conjuntura externa e não de estratégia adotada.

Em 2008 a crise econômica capitalista mais grave desde o *crash* de 1929 teve lugar no centro do sistema. Os impactos no Brasil não tardaram a aparecer: refluxo na atração de capitais externos, queda nas exportações e o desaquecimento no ritmo da atividade interna. A crise internacional se prolongou por quase cinco anos e condicionou o desempenho do governo sucessor de Lula, também do PT, capitaneado por Dilma Rousseff. No governo Dilma, em tal conjuntura externa de desaceleração da economia mundial (inclusive da China, locomotiva do sistema capitalista mundial na primeira década do século XXI), o crescimento econômico diminuiu (o crescimento real do PIB foi de 2.73% em 2011, 1.03% em 2012 e 2.49% em 2013) e o Brasil aprofundou sua trajetória de instabilidade econômica, com crescentes problemas no balanço de pagamentos, e de instabilidade social, com massivos protestos populares tendo lugar, fato que não ocorria desde 1992 (*impeachment* de Collor). O gráfico a seguir traz informações sobre o desempenho macroeconômico em três variáveis-chaves: a taxa de desemprego⁴ das regiões metropolitanas, o índice de preços ao consumidor e a variação real anual do PIB.

⁴ Referência: 30 dias. Foi feita uma média aritmética simples anual dos indicadores mensais.

Gráfico 1 – Desempenho de variáveis-chave sob o governo do PT (% a.a.)



Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria.

Como podemos observar pelo gráfico, nos dois primeiros casos (desemprego e inflação) o governo está sendo bem-sucedido: a taxa de desemprego, de uma taxa média de 12.3% em 2003, atingiu o valor de 5.5% em 2012 e 5.4% em 2013, com redução em todos os anos, com exceção de 2006 e 2009. Em termos de inflação, o governo vem sucessivamente atingindo as suas metas pré-estabelecidas⁵; porém, desde 2009, a taxa de inflação medida pelo IPCA supera a marca dos 5% anuais. Já em termos de crescimento do produto, o desempenho é irrisório: com exceção do crescimento de 7.53% em 2010 (em virtude de ser um ano eleitoral e porque no ano anterior ocorreu uma retração no ritmo de expansão da atividade econômica), a média do ritmo de crescimento foi de 2.83%. Considerando todo o período a média foi de 3.52%; em contraste, a média dos países em desenvolvimento, para o mesmo período (2003-2013), foi de 5.99%, ou seja, o Brasil acumulou um atraso relativo com relação ao grupo de países com estágio de desenvolvimento similar ao seu⁶.

O leitor mais inquieto pode estar se perguntando: como é possível o ritmo de atividade interna ser medíocre e a taxa de desemprego apresentar uma trajetória declinante. Aqui a estratégia de crescimento com poupança externa tem um importante papel explicativo, pois ela reforça a tendência de sobrevalorização cambial (como veremos adiante), o que mina a competitividade da indústria e incentiva as importações, acarretando um processo de dessubstituição de importações.

⁵ No Brasil, o sistema de metas de inflação, estabelecido a partir de 1999, serviu a estabelecer uma primazia da política monetária sobre as demais políticas de governo. Como exemplo maior disto temos que o principal instrumento de política monetária para controlar o nível de preços, a alta das taxas de juros, foi utilizado indiscriminadamente para frear a demanda agregada e apreciar o câmbio, sem ter importância as consequências sobre que tal política tem sobre o lado real da economia e sobre as finanças públicas do país (cf. BARBOSA, 2013).

⁶ Os dados sobre a taxa de crescimento do Brasil estão disponíveis no Ipeadata. Para a taxa de crescimento do PIB real dos países em desenvolvimento a fonte é a Unctad (Disponível em: <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=109>. Acesso: 08/03/2015).

Por exemplo, o coeficiente de penetração das importações da indústria de transformação⁷ saltou de 10.5% no último trimestre de 2002 para 21.7% no quarto trimestre de 2014. Como o salário real tem seu poder de compra mantido, permanece o aquecimento da demanda interna e isso termina por estimular o emprego no setor terciário, razão pela qual a taxa de desemprego mantém uma trajetória declinante (sobre esse tema, confira Oreiro (2013)).

Em virtude da adoção da estratégia de crescimento com poupança externa, no *front* externo, a situação é de deterioração crescente, pelo menos em épocas recentes. Os tempos de bonança nessa área não são explicados por uma suposta tentativa do governo de estabelecer uma estratégia ancorada no investimento autônomo e no mercado interno, mas sim pelas condições favoráveis de obtenção de divisas no mercado externo em razão do *boom* das *commodities* e do crescimento econômico da China. A estratégia de crescer com dinheiro alheio esteve presente em toda a trajetória do PT no governo; apenas, entre 2004 e 2008, as boas condições externas mascararam os problemas que tal estratégia tende a gerar.

A tabela a seguir sumariza o desempenho das variáveis-chaves do balanço de pagamentos brasileiro durante o interm do PT no governo federal. Nesse período, o Brasil apresentou superávits em transações correntes entre 2003 e 2007 e, desde então, apenas déficits. O saldo do balanço de pagamentos foi positivo em todos os anos (ao contrário do governo do PSDB⁸ em que em apenas três dos oito anos o saldo foi positivo). O saldo de transações correntes saiu de um superávit de US\$ 13984.65 milhões em 2005 para um déficit de US\$ 52473.49 milhões em 2011 e chegando a US\$ 54230.48 milhões em 2012. Até 2013, a balança comercial não havia trocado de sinal, porém o saldos comerciais apresentaram uma trajetória descendente desde 2006. Nesse período, as exportações cresceram 75.6% ao passo que as importações cresceram 162.4%. A ancoragem do crescimento em capitais externos, seja de curto ou longo prazo, pode ser atestada pelo saldo líquido da conta financeira, que passou de meros US\$ 4612.75 milhões em 2003 e resultados negativos em 2004 e 2005, para se atingir um recorde de US\$ 110807.81 milhões em 2011.

⁷ É o percentual do consumo aparente (oferta interna) atendido pelas importações. Calculado sobre fluxos acumulados em quatro trimestres, a preços constantes de 2007 (Fonte: Ipeadata). Elaborado pela Funcex com dados da Secex/MDIC e publicado pela Confederação Nacional da Indústria, disponíveis no Ipeadata.

⁸ Partido da Social Democracia Brasileira.

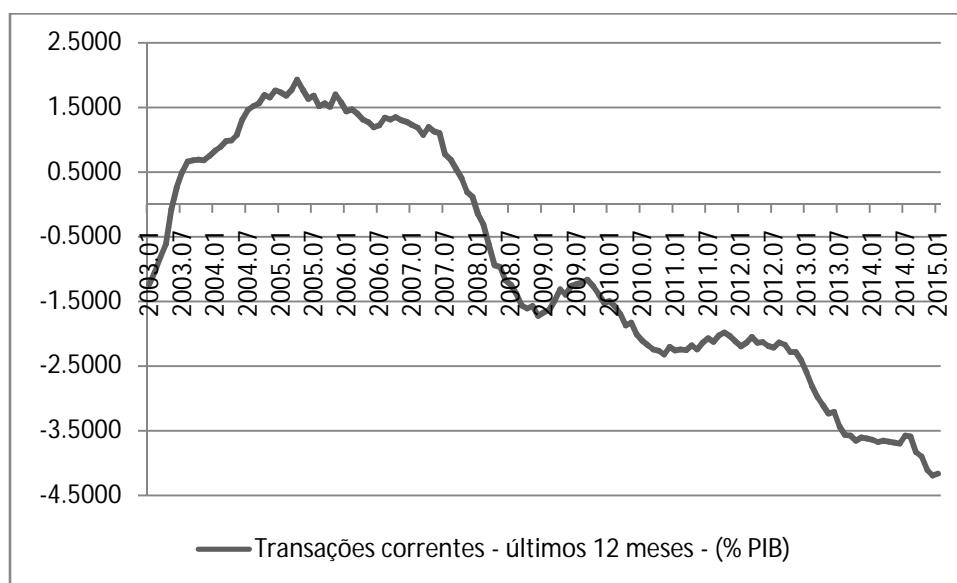
Tabela 1 - Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ bilhões: contas selecionadas (2003-2013)

Conta \ Ano	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Balança Comercial (FOB)	24.7	33.6	44.7	46.4	40.0	24.8	25.2	20.1	29.7	19.3	2.3
Balança de Serviços (líquido)	-4.9	-4.6	-8.3	-9.6	-13.2	-16.6	-19.2	-30.8	-37.9	-41.0	-47.0
Balança de Rendas (líquido)	-18.5	-20.5	-25.9	-27.4	-29.2	-40.5	-33.6	-39.4	-47.3	-35.4	-39.7
Saldo em transações correntes	4.1	11.6	13.9	13.6	1.5	-28.1	-24.3	-47.2	-52.4	-54.2	-81.1
Conta de capital (líquido)	0.4	0.3	0.6	0.8	0.7	1.05	1.12	1.11	1.57	-1.87	1.19
Conta financeira (líquido)	4.6	-7.8	-10.1	15.4	88.3	28.2	70.1	98.7	110.8	71.8	73.0
Resultado do balanço	8.4	2.2	4.3	30.5	87.4	2.9	46.6	49.1	58.6	18.9	-5.9

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria

Especial referência deve ser dada ao déficit em transações correntes, núcleo duro da estratégia de crescimento com poupança externa. Em termos de relação deste saldo *vis-à-vis* o PIB, a tendência desde o primeiro semestre de 2008 é de uma piora progressiva. A razão saldo em transações correntes versus PIB, que em janeiro de 2003 era de -1.24 % do PIB, atingiu em janeiro de 2015 -4.16% do PIB. A seguir há um gráfico descrevendo a trajetória do saldo mensal em transações correntes nos governos do PT. Note como é dramática a deterioração recente desta conta.

Gráfico 2 - Transações correntes - últimos 12 meses - (% PIB)



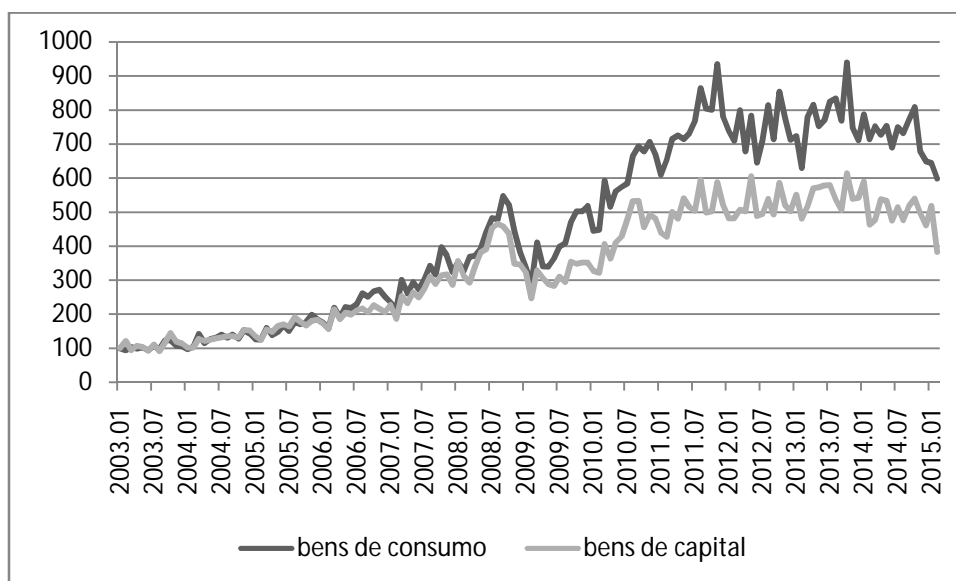
Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria.

A estratégia de crescimento com poupança externa tem como pressuposto que é normal um país emergente incorrer em déficits em conta corrente, pois, em tese, tal país está em processo de *catching up* com as economias centrais e, por isso, cresce mais rápido que estas, e o capital, como vai atrás dos melhores rendimentos, flui para ele. Isto posto, há dois pontos fundamentais para se analisar a benignidade ou não do déficit em conta corrente: (i) se os fluxos de capitais estão sendo direcionados para financiar o investimento produtivo ou para financiar o consumo; e (ii) se a composição dos fluxos de capitais que financiam o déficit é formada por capitais de longo prazo ou por capitais de curto prazo, estes sendo mais voláteis às condições internacionais de liquidez e de risco do que aqueles.

Analisemos o primeiro ponto. Para saber para onde os capitais entrantes estão sendo direcionados, é útil determinar se o déficit nas contas externas é devido a um aumento nas importações de bens de capital ou de bens de consumo. Pela análise do gráfico⁹ abaixo tem-se a impressão de que os problemas de déficit em transações correntes vem sendo puxados por um ritmo crescente de importações de bens de consumo *vis-à-vis* os bens de capital. Em 2003, em média, o Brasil importou US\$ 462 milhões em bens de consumo por mês e US\$ 862 milhões em bens de capital por mês. Já em 2014, a média mensal de importações de bens de consumo foi de US\$ 3235 milhões e de US\$ 3975 milhões em bens de capital. Em outras palavras, ao passo que a importação de bens de consumo aumentou 700% em 11 anos, a importação de bens de capital aumentou 461%. Isso indica que o Brasil recorre à poupança externa não para financiar o seu investimento e sim para financiar o seu consumo, endividando-se sem criar capacidade adicional de geração de divisas, o que agrava a tradicional restrição externa, além de provocar um movimento de dessubstituição de importações.

⁹ Dados mensais do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, Secretaria de Comércio Exterior, disponíveis no Ipeadata. Igualamos as cifras de janeiro de 2003 a 100.

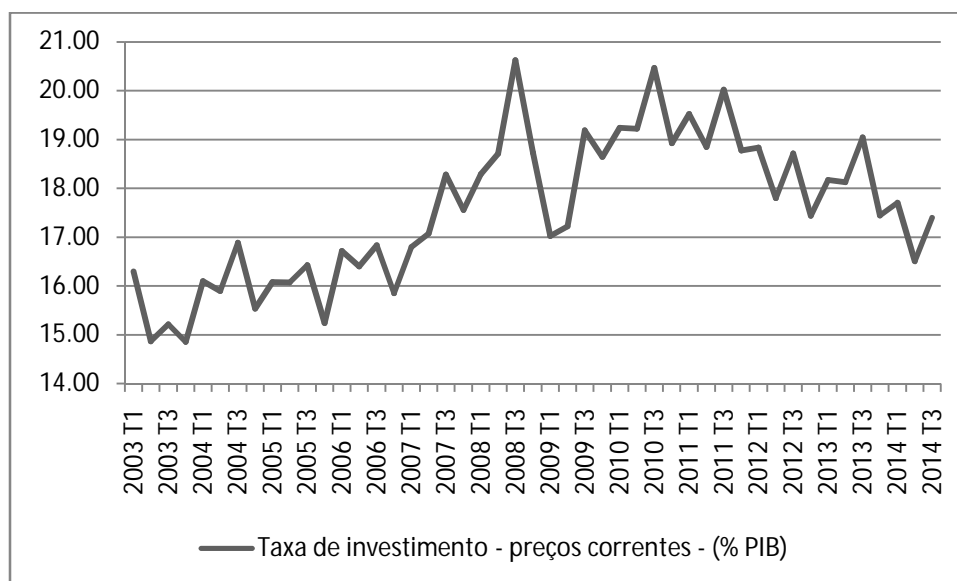
Gráfico 3 - Importações - Bens de Consumo e Bens de Capital (FOB) (2003.01 = 100)



Fonte: Ipeadata, Elaboração Própria.

Outra evidência de que a captação de poupança externa não está servindo ao aumento da capacidade produtiva é a evolução da taxa de investimento do país. No gráfico a seguir vemos a evolução da taxa de investimento como percentual do PIB, a preços correntes. No primeiro trimestre de 2003 essa taxa foi de 16,2%. A partir de 2008, quando recomeçam os problemas de déficit em conta corrente no Brasil, a taxa de investimento sai de um patamar de 18,2% do PIB (primeiro trimestre) para alcançar o máximo de 20,6% no terceiro trimestre de 2008 e chegar a 17,3% no terceiro trimestre de 2014. Ou seja, ainda que tenha havido um aumento na taxa de investimento, o mesmo pode ser considerado como irrelevante.

Gráfico 4 - Taxa de investimento - preços correntes - (% PIB) (Dados Trimestrais)



Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria.

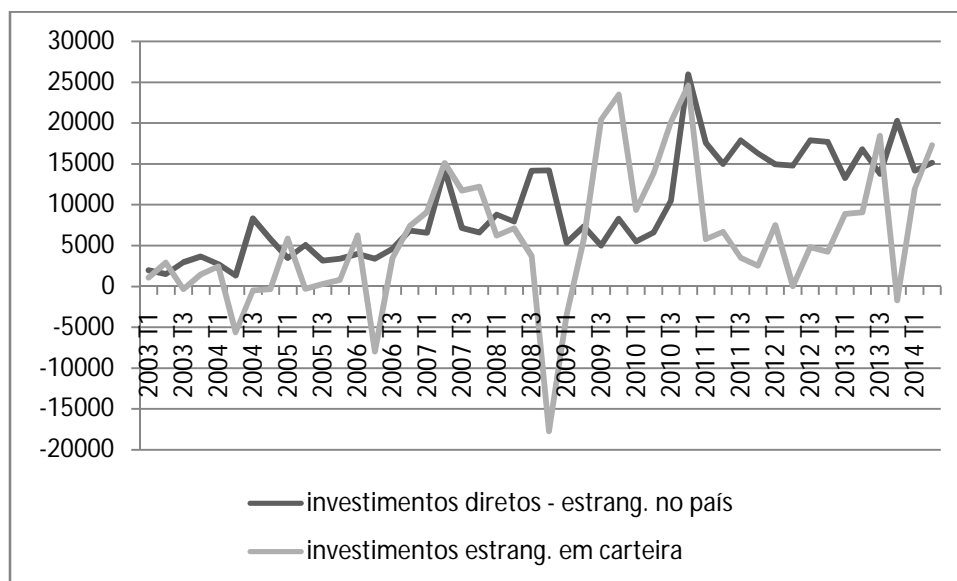
Quanto ao segundo ponto, sobre a composição dos fluxos de capitais, temos o gráfico abaixo¹⁰ que relaciona os investimentos diretos estrangeiros (IDE), considerados como de longo prazo, e os investimentos estrangeiros em carteira, tidos como de curto prazo. O primeiro ponto que fica nítido é que os investimentos estrangeiros em carteira são extremamente voláteis, respondendo aos fluxos e contra-fluxos dos movimentos internacionais de capitais. O segundo ponto é que os investimentos estrangeiros diretos mantêm um fluxo estável e em direção ascendente até 2011: a média para os dados trimestrais de 2003 foi de US\$ 2535 milhões, passando para em US\$ 8646 milhões em 2007, US\$ 11264 milhões em 2008 e US\$ 16664 milhões em 2011 (a exceção foi de ano de 2009, em que a média foi de US\$ 6487 milhões, devido à crise internacional); porém a tendência recente é de decréscimo: a média foi de US\$ 16317 milhões em 2012 e US\$ 15998 milhões em 2013. Ademais, para uma análise rigorosa, os dados do IDE devem ser confrontados com sua participação no PIB e com o tamanho do déficit em conta corrente. Nesse caso, segundo o Banco Mundial¹¹, a relação IDE-PIB foi de, 2.5% em 2010, 2.9% em 2011, 3.4% em 2012 e 3.6% em 2013, ao passo que o déficit em conta corrente era de 2.20%, 2.12%, 2.41% e 3.65% nesses mesmos anos¹², respectivamente. Tal fato sugere que os déficits em conta corrente vem sendo financiados com capitais de mais longo prazo de maturação e menos voláteis às condições de risco de risco e liquidez do mercado internacional.

¹⁰ Dados trimestrais do Banco Central do Brasil, disponíveis no Ipeadata.

¹¹ Dados disponíveis em: <http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>. Acesso: 18/01/2015.

¹² Dados anuais do Banco Central do Brasil, disponíveis no Ipeadata.

Gráfico 5 - Investimentos Diretos Estrangeiros no país e Investimentos Estrangeiros em Carteira - US\$ (milhões)



Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria.

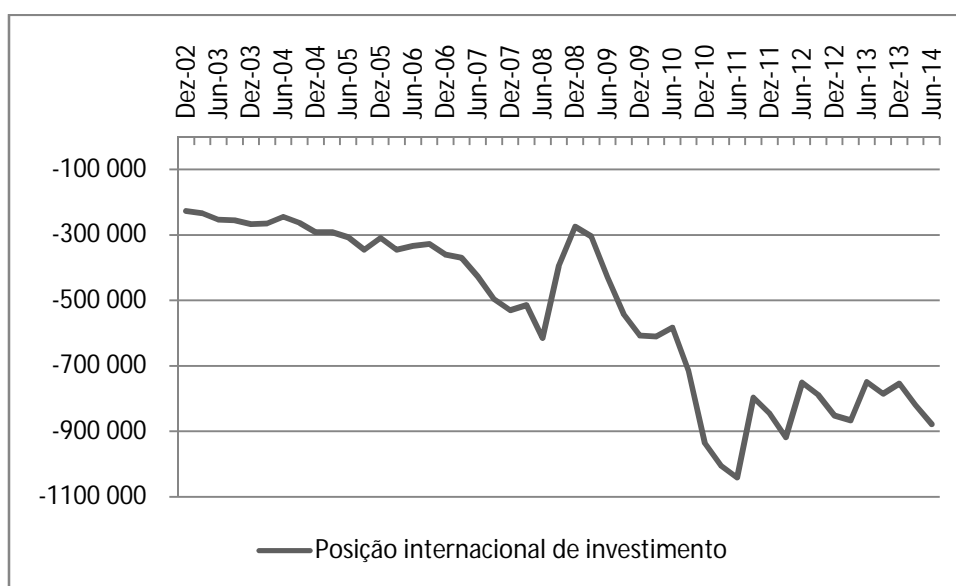
Contudo, lembre-se que os investimentos externos geram remessas de lucros e dividendos e quando há a reversão do ciclo econômico no centro do mundo capitalista há o envio de capitais das empresas alienígenas para suas matrizes. E isso reflete-se na balança de rendas que tende a tornar-se (significativamente) negativa. No Brasil, tal conta apresenta resultados com uma tendência progressivamente negativa, tendo atingido até um recorde negativo de US\$ 47.3 bilhões de dólares em 2011 (confira tabela 1 acima). A crise internacional que eclodiu em 2008 provocou uma forte aceleração de remessas de juros, lucros e dividendos, principalmente no segundo semestre de 2008. No período entre 2008 e 2013, a remessa de lucros e dividendos de investimentos em carteira (líquida) foi, em média, de US\$ 7879 milhões por ano. Já a remessa de lucros e dividendos de investimento direto (exclusive lucros reinvestidos - líquido) foi, em média, de US\$ 21753 milhões por ano. Somados chegamos à cifra de US\$ 29632 milhões. Tendo em conta que o saldo médio da balança comercial, neste mesmo período, foi de US\$ 20310 milhões¹³, chegamos à conclusão de que a estratégia de crescimento com poupança externa leva a uma situação de crescente fragilidade das contas externas do país.

Aliás, a essa altura, já deve estar nítido que tal estratégia acarreta o aumento da vulnerabilidade externa, se esta for definida como sendo a capacidade de resistência, em razão inversa, a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos (Gonçalves, 2013, p. 102). Considerando os desequilíbrios de fluxo nas contas de transações correntes e de rendas, pode-se perceber que a

¹³ Elaboração própria a partir de dados do Banco Central.

situação do Brasil é vulnerável (sobre o tema confira Araujo & Gentil, 2012). Para aprofundarmos a análise de tal vulnerabilidade, lançaremos mão do conceito de Posição Internacional de Investimento¹⁴ e verificaremos a trajetória desse indicador durante o período de dezembro de 2002 a junho de 2014 (dados trimestrais divulgado pelo Banco Central¹⁵) através do gráfico a seguir. Note como houve um agravamento do problema da vulnerabilidade externa, em que pese o acúmulo de reservas.

Gráfico 6 - Posição Internacional De Investimento: dezembro de 2002 a junho de 2014 (US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Em síntese, vimos nessa seção do texto como os governos do PT ancoraram sua estratégia de crescimento na poupança externa, porém algumas das *maladies* associadas à tal estratégia (déficits em conta corrente, sobreapreciação cambial, vulnerabilidade externa e substituição de poupança interna por poupança externa) não se manifestaram com toda força por causa da afluência mundial. Tão logo o ciclo internacional se reverteu, outro cenário se montou.

IV- CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA, “DOENÇA HOLANDESA” E TAXA DE CâMBIO

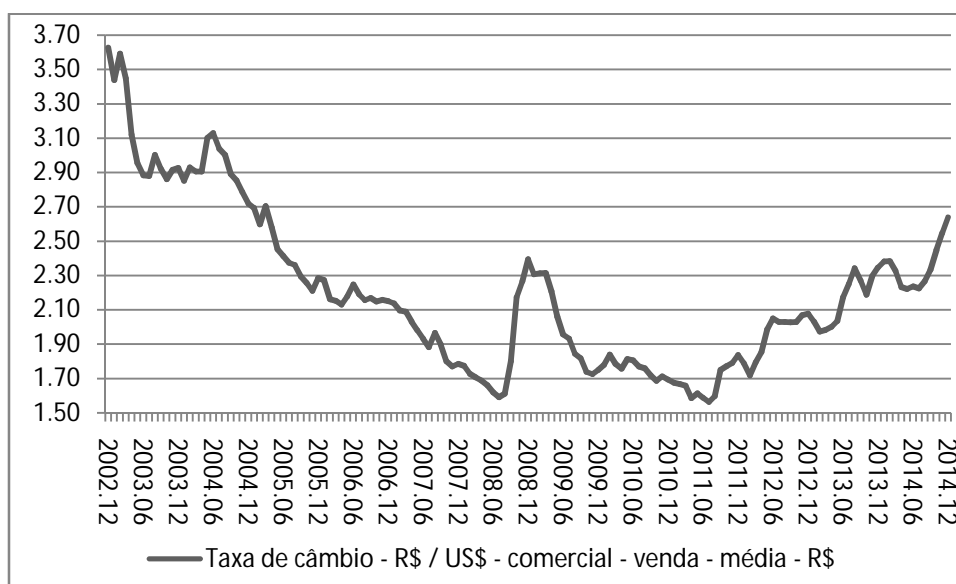
A estratégia de crescimento com poupança externa tem diversos efeitos colaterais negativos para a economia brasileira. Já vimos alguns ao repassar o contexto histórico desse modelo, porém,

¹⁴ Esse conceito é definido como sendo a diferença entre os ativos e os passivos externos do país.

¹⁵ Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SERIEPIIH>. Acesso: 16/01/2015.

agora, destacaremos um efeito dessa estratégia cujas consequências para a economia brasileira tomam dimensões significativas, que é o agravamento da tendência à sobrevalorização do câmbio. O gráfico abaixo representa a evolução da taxa de câmbio no Brasil de dezembro de 2002 a dezembro de 2014¹⁶. Nota-se: (i) um movimento de apreciação entre 2004 e 2008 em virtude, principalmente, do *boom* das *commodities*; (ii) um período de depreciação no segundo semestre de 2008 por causa da crise internacional; (iii) um movimento de apreciação cambial, entre 2009 e meados de 2011, em razão do “Alívio Quantitativo”¹⁷, (*Quantitative Easing*) realizado pela Reserva Federal dos EUA e também por outras autoridades monetárias, como o Banco do Japão; e (iv) desde então, um movimento de depreciação cambial em consequência, essencialmente, de uma tendência de queda nos preços das *commodities* (veja a seguir) e da recuperação da economia estadunidense (com o consequente fortalecimento do dólar), além das ações do Banco Central no mercado de divisas com o fim de influenciar a taxa de câmbio.

Gráfico 7 - Taxa de câmbio - R\$ / US\$ - comercial - compra - média - R\$



Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria.

O nível “ótimo” de câmbio para um país é algo polêmico entre os especialistas. Entre as diversas abordagens existentes, destaca-se a estruturalista-keynesiana, em que a taxa de câmbio de longo prazo depende de fatores estruturais e da política macroeconômica adotada. Segundo estudo de Feijó, Nassif e Araújo (2011), organizado de acordo com essa abordagem, a taxa de câmbio ótima, para abril de 2011, era de R\$ 2.90 por 1 US\$. Atente-se, ao inspecionar o gráfico, que o país

¹⁶ A frequência dos dados é mensal (de 2002.12 até 2014.12). Dados do Banco Central do Brasil disponíveis no Ipeadata.

¹⁷ Tipo de política monetária em que a autoridade monetária compra, ao mercado, títulos do governo, ou outros títulos, a fim de diminuir a taxa de juros e aumentar a oferta monetária.

esteve distante desse nível ótimo nesse mês recém citado. E não só nesse período: segundo a investigação dos três autores, apenas entre meados de 2003 e meados de 2005 é que a economia brasileira apresentou subvalorização estimada da taxa de câmbio real combinada com indicadores macroeconômicos “sadios”, tendo atingido sua taxa de câmbio “ótima” em 2004.

Pode-se argumentar que existe, basicamente, dois fatores estruturais que empurram a taxa de câmbio para cima no Brasil: (i) a estratégia de crescimento com poupança externa e (ii) a “doença holandesa”. No primeiro caso, como vimos, há a abertura da economia para os fluxos comerciais e financeiros, levando à apreciação cambial, em virtude do excesso de divisas relativamente à moeda local. Tal atração de capitais estrangeiros ocorre pois nessa estratégia está envolvido um diferencial de juros pró-capital externo, o que garante situações de arbitragem para os investidores, especialmente aqueles envolvidos em *carry trades* cambiais. Quando há excesso de liquidez no mercado internacional, como no caso da era do “Alívio Quantitativo”, há um forte fluxo de capitais externos procurando melhores rendimentos (“*money chasing yield*”). Pode-se afirmar, enfim, que “crescer com poupança externa” é sinônimo de apreciação cambial.

Quanto à “doença holandesa”, este é um fenômeno que ganhou espaço no debate econômico brasileiro na última década. Essa “doença” pode ser assim definida (Black, 2002, p.131):

“The effect of an increase in one form of net exports in driving up a country’s exchange rate, which handicaps the sale of other exports and impairs the ability of domestic products to compete with imports.”

Tal “doença” econômica é típica de países com recursos naturais abundantes, pois nestes os setores intensivos em recursos naturais tendem a possuir um nível de produtividade mais alto que os demais, forçando o câmbio a um nível que não seja adequado para que o setor industrial tenha competitividade internacional. Como diz Diamand¹⁸ (1986, p. 61-62) para o caso argentino:

*“En los países exportadores primarios como la Argentina, el sector primario existe y además tiene muy alta productividad en virtud de sus ventajas naturales. En esas condiciones, **el tipo de cambio se sitúa en el nivel del sector primario más productivo y no puede reflejar la paridad del sector industrial.** Cuando los precios del sector industrial se traducen sobre la base del tipo de cambio primario (pampeano, la zona núcleo dominada por la soja), resultan muy altos y el país no puede competir en condiciones de libre comercio internacional.”*

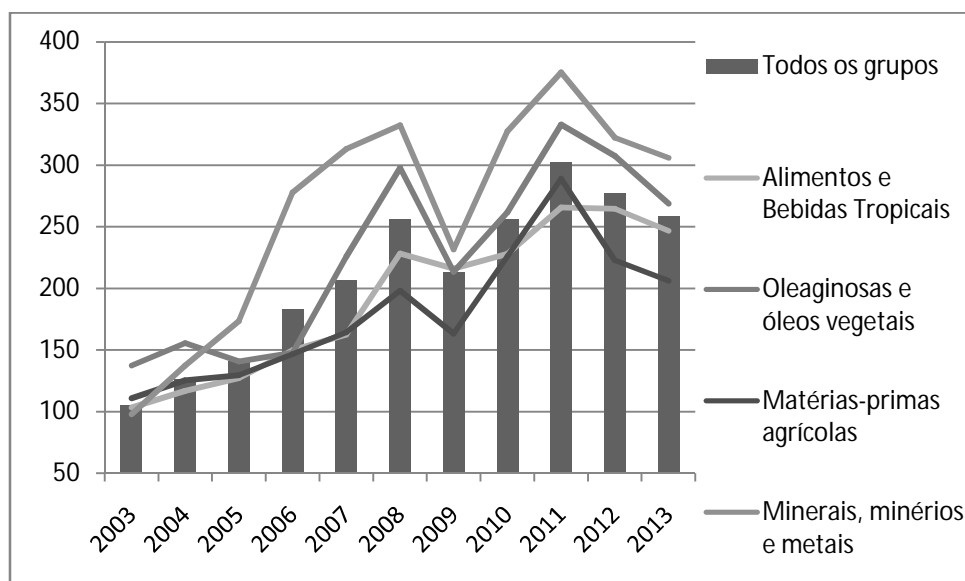
¹⁸ Negritos do autor. Para um aprofundamento sobre o tema “doença holandesa” confira Bresser-Pereira (2009, capítulo 5).

No caso do Brasil quem exerce o efeito de forçar a apreciação do câmbio são as *commodities* primárias e o principal setor prejudicado por tal fato é a indústria, a qual perde graus de competitividade internacional. A “doença holandesa” pode ser encarada como a principal responsável pela apreciação cambial no período 2004 a 2008. Nesse período, o fator fundamental a agravar a tendência de “doença holandesa” no Brasil (um país abundante em recursos naturais) foi o chamado *boom* das *commodities*, fenômeno este explicado tanto por um aumento dos preços desses produtos como pelo aumento da demanda por parte de novos mercados, em especial a China, cuja economia estava em uma trajetória de rápida expansão.

O *boom* dos preços das *commodities* é um fenômeno que teve lugar no novo século, em virtude da ascensão de novos mercados em busca de produtos primários e ao movimento de crescente financeirização da economia, por meio do qual os produtos primários cada vez mais tornam-se mais um produto da indústria financeira e, *ipso facto*, ficam cada vez mais sujeitos a flutuações e ataques especulativos. O gráfico a seguir traz o índice de preços da Unctad¹⁹ para as *commodities* durante o período 2003-2013. Note que o índice geral (“Todos os grupos”) estava em 104 em 2003, passando, em um movimento crescente, a 206 em 2006 e chegando a 256 em 2008. Com a crise de 2008, o índice recuou a 212 em 2009, mas logo em 2010 retomou o viés de alta, chegando a 256 nesse ano e 302 em 2011, seu recorde histórico. Em outras palavras, em 11 anos (2000 a 2011) o índice de preços de *commodities* mais do que triplicou (em termos de dólares correntes). Com o arrefecimento do crescimento chinês, e o fortalecimento do dólar, o índice (e todos os seus subcomponentes) apresenta uma tendência de queda desde 2012 (nesse ano foi de 276 e em 2013 foi de 258).

¹⁹ Free market commodity price indices, annual. Disponível em: <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx> . Acesso: 19/01/2015.

Gráfico 8 - Índice de Preços de *Commodities* (em termos de dólares correntes) (2000=100)



Fonte: Unctad. Elaboração Própria.

Mais além desse movimento geral de preços das *commodities*, cabe dar uma olhada nas especificidades do Brasil. Kohlscheen (2013) construiu um índice, denominado P5-BR, baseado nas variações de preços dos cinco grupo de *commodities* mais importantes para as exportações brasileiras (minério de ferro; açúcar e etanol; petróleo bruto e combustíveis; soja e carne), atribuindo pesos específicos de acordo com a importância na pauta de exportações brasileira. Kohlscheen (ibid, p. 9-10) observa que o índice acumulou um ganho real de 262% entre o final de 2004 e o pico de abril de 2011 e chama atenção para a correlação encontrada entre a evolução do índice e a evolução da taxa de câmbio real, correlação esta de 0,919, o que sugere que, de fato, os preços das *commodities* influenciam diretamente a taxa de câmbio. Segundo suas estimativas, inclusive, uma variação real de 25% no preços dessas cinco *commodities* faz variar em 10% a taxa de câmbio real de longo prazo (ibid, p.5).

O aumento da demanda externa pelas *commodities*, em especial por parte da China, provocou uma tendência de reprimarização da pauta exportadora devido ao padrão de comércio estabelecido com esse país asiático. As relações comerciais do Brasil com a China são marcadas, do ponto de vista do primeiro, pela exportação de produtos primários e a importação de produtos manufaturados. A importância crescente desse país no comércio brasileiro (o percentual de exportações, por destino, do Brasil, para a China que era de 1.2% em 1990 e 2.0% em 2000, passou a 6.7% em 2007 e 8.3% em 2008; já o o percentual de importações, por destino, do Brasil, para a China que era de 0.9% em 1990 e 2.2% em 2000, passou a 10.5% em 2007 e 11.6% em 2008 (Carcanholo & Mattos, 2013, p. 73-74)) vem acompanhada de uma pressão para que a pauta global

do comércio brasileiro sofra uma reprimarização, devido, justamente, a esse perfil de comércio “retrógrado”. A tabela abaixo²⁰, elaborada a partir de dados do Ministério da Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior²¹, traz informações justamente sobre esse ponto: o comércio com a China é com base na exportação de primários, ao passo que com os parceiros comerciais tradicionais do Brasil, como o são os países desenvolvidos, a exportação de manufaturados (ainda) tem papel relevante.

Tabela 2 - Exportações Brasileiras Por Fator Agregado: China vs Países Desenvolvidos
(Participação % sobre Total Geral)

Ano	B-CHN	SM – CHN	M – CHN	OE- CHN	B-PD	SM-PD	M-PD	OE-PD
2003	49.99%	23.82%	25.91%	0.28%	31.39%	16.44%	51.92%	0.25%
2004	59.39%	22.68%	17.76%	0.17%	31.45%	16.71%	51.59%	0.25%
2005	68.38%	14.70%	16.69%	0.23%	31.75%	16.96%	50.94%	0.36%
2006	73.95%	15.18%	10.47%	0.41%	32.00%	17.61%	50.08%	0.31%
2007	73.75%	18.02%	8.07%	0.16%	35.70%	17.15%	46.90%	0.25%
2008	77.65%	15.65%	6.63%	0.07%	38.99%	17.93%	42.66%	0.42%
2009	77.66%	15.53%	6.77%	0.04%	41.99%	14.57%	42.70%	0.75%
2010	83.66%	11.77%	4.53%	0.04%	45.85%	16.89%	36.70%	0.55%
2011	84.99%	10.37%	4.58%	0.06%	48.19%	17.76%	33.78%	0.26%
2012	82.83%	11.33%	5.76%	0.09%	45.93%	16.71%	37.02%	0.34%
2013	84.68%	11.86%	3.39%	0.08%	45.65%	15.19%	37.96%	1.20%

Fonte: MDIC. Elaboração Própria.

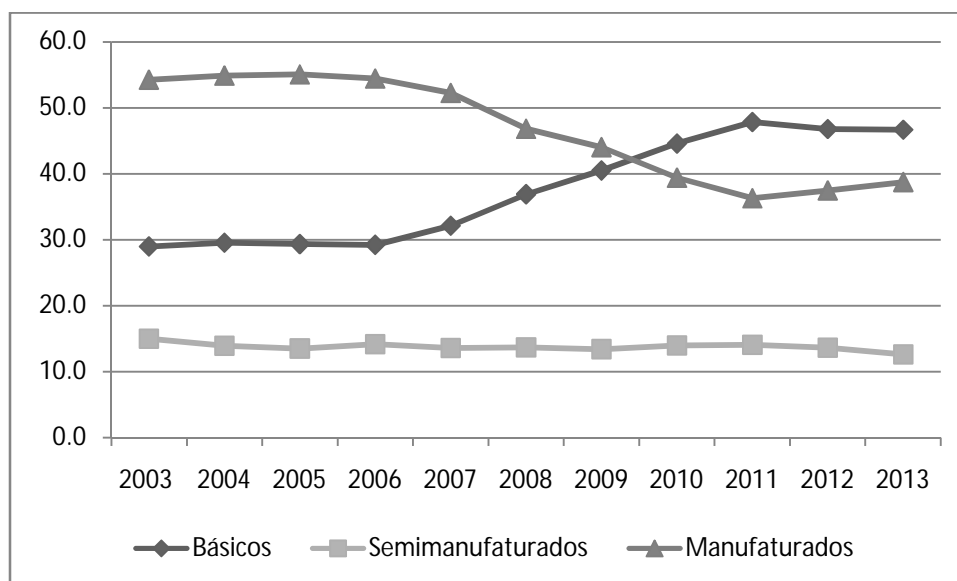
O resultado final desse padrão de comércio exterior é a reprimarização da pauta exportadora. Com isso, o Brasil enseja uma transformação na sua estrutura produtiva global em direção ao setor primário exportador, retrocedendo em relação ao processo de industrialização com base no mercado interno, iniciado nos anos 1930. Outro aspecto a ser considerado sobre a reprimarização da pauta exportadora é que a alta volatilidade dos mercados de *commodities* traz consigo um risco de instabilidade para o país. A sobrevalorização e seus efeitos deletérios sobre a competitividade da indústria apenas vem a agravar esse quadro. O gráfico a seguir²² traz os detalhes desse movimento. Note que em 2010, as exportações de produtos básicos suplantam as de manufaturados, fato que não ocorria desde 1978.

²⁰ Legenda das siglas: B – Básicos; SM – Semimanufaturados; M- Manufaturados; OE – Operações Especiais; CHN – China; PD – Países Desenvolvidos.

²¹ Disponível em: <http://www.mdic.gov.br/sitio/interna/interna.php?area=5&menu=576>. Acesso: 18/01/2015.

²² Dados disponíveis em: www.desenvolvimento.gov.br/arquivos/dwnl_1392038230.xls. Acesso: 18/01/2015.

Gráfico 9 - Exportação Brasileira Por Fator Agregado (Participação % sobre Total Geral)



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração Própria

Portanto, na hipótese de presença de “doença holandesa”, em que os setores atrasados tecnologicamente *vis-à-vis* o setor industrial sugam os recursos da economia e pressionam a favor da apreciação cambial, tornando os preços dos produtos nacionais relativamente mais caros que os estrangeiros, há uma tendência intrínseca à desindustrialização. Junte-se à isso a falta de políticas industrial, comercial e tecnológica, e pinta-se um quadro que retrata a situação da economia brasileira nos anos recentes. Na tabela a seguir podemos observar a perda de participação relativa da produção industrial no PIB brasileiro. Note como o ritmo de tal perda acelerou-se a partir de 2010. Perceba também como a indústria de transformação perdeu espaço *vis-à-vis* a indústria extrativa mineral: se em 2003 a participação no PIB da primeira era de 10.47 vezes maior do que a da segunda, em 2013 tal proporção passou a ser de 3.19 vezes.

Tabela 3 – Participação Setorial no PIB (Valor Adicionado - Preços Básicos) (% PIB)

Ano	PIB - indústria	PIB - indústria de transformação	PIB – indústria extrativa mineral	PIB - agropecuária	PIB - serviços
2003	27.85	18.02	1,72	7.39	64.77
2004	30.11	19.22	1,92	6.91	62.97
2005	29.27	18.09	2,46	5.71	65.02
2006	28.75	17.37	2,89	5.48	65.76
2007	27.81	17.03	2,35	5.56	66.63
2008	27.9	16.63	3,24	5.91	66.18
2009	26.83	16.65	1,83	5.63	67.54
2010	28.07	16.23	2,97	5.3	66.63
2011	27.53	14.6	4,08	5.46	67.01
2012	26.02	12.95	4,27	5.32	68.66
2013	24.98	13.13	4,11	5.71	69.32

Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria.

Em síntese, nessa seção vimos que a estratégia de crescimento com poupança externa vem reforçar, junto com a “doença holandesa”, a tendência de sobrevalorização cambial da moeda doméstica, trazendo consigo graves efeitos colaterais, como a desindustrialização e a reprimarização da pauta exportadora. A combinação de tais fatores provoca uma situação em que o Brasil tende a reforçar sua trajetória histórica de subdesenvolvimento, inclusive aumentando seu atraso relativo com relação ao ritmo de crescimento da renda per capita mundial (confira o estudo de Feijó, Nassif e Araújo (2013) sobre o tema).

V- CONCLUSÕES

Este trabalho teve como objetivo analisar a estratégia de crescimento com poupança externa durante o íterim do PT no governo federal. Herdada do governo anterior, tal estratégia ancora-se na ideia de que os países desenvolvidos transferem poupança para aqueles em desenvolvimento, os quais, ao receberem-na, transformam esses recursos em financiamento para o investimento produtivo. Com base nisso, a melhor política seria a abertura da conta de capital e a adoção de medidas *capital friendly*, pois ambas estimulariam o fluxo de capitais. A incursão do país em

déficits em conta corrente não seria um problema, mas sim parte da solução para a questão do desenvolvimento econômico.

Vimos no texto quais são resultados da estratégia de crescimento com poupança externa: reforço à tendência de apreciação cambial e crescimento da vulnerabilidade externa. Aliado à “doença holandesa”, produz-se um quadro que redundava em desindustrialização e reprimarização da pauta exportadora. Por, em geral, promover o consumo e não o investimento produtivo, tal estratégia redundava ainda em substituição da poupança interna pela externa e perda da competitividade da indústria nacional, reforçando ainda mais o desequilíbrio externo. Em última instância, “crescer com poupança externa” tende a provocar uma crise de balanço de pagamentos, com sérias consequências econômicas e sociais.

O crescimento econômico com auxílio de recursos externos esteve, em geral, presente na vida republicana brasileira. A partir da hegemonia neoliberal dos anos 1990, tal estratégia passa a ser deliberada e assumida como fundamental na vida macroeconômica nacional. A assunção de um partido de esquerda ao poder trouxe a “esperança” de que o fim da era de “crescer com poupança externa” estivesse próximo. Porém, os governos do PT promoveram não só a continuação dessa estratégia, como o aprofundamento da mesma. Em um quadro de bonança internacional foi possível ao Brasil crescer com superávits em transações correntes, mas, logo que a economia mundial reverteu seu ciclo, o Brasil passou a acumular déficits na balança corrente, lançando grandes dúvidas sobre a trajetória subsequente do país.

VI- REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Victor & GENTIL, Denise. “Dívida Pública e Passivo Externo. Onde Está a Ameaça?” Texto para Discussão TD 1768. Brasília: IPEA, 2012. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=16363]. Acesso: [05/07/2015].

BARBOSA, Nelson. “Exchange Rate, Inflation, Growth and Development in Brazil.” In: Financial Governance after the Crisis Conference. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: [<http://www.levyinstitute.org/news/?event=49>]. Acesso: [01/03/2015].

BLACK, John. 2002. A Dictionary of Economics. Second edition. Oxford: Oxford University Press.

BRESSER-PEREIRA, Luiz & NAKANO, Yoshiaki. “Crescimento Econômico com Poupança Externa?” *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 23, n. 2 (90), pp. 3-27, abril-junho, 2003.

BRESSER-PEREIRA, Luiz & GALA, Paulo. “Por que a poupança externa não promove crescimento.” *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 27, n. 1 (105), pp. 3-19, janeiro-março, 2007.

BRESSER-PEREIRA, Luiz. *Globalization and Competition. Why Some Emergent Countries Succeed While Others Fall*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

CARCANHOLO, “Marcelo. Inserção externa e vulnerabilidade da economia brasileira no governo Lula.” In: PASSARINHO, P. (Org.). *Os anos Lula: contribuições para um balanço crítico: 2003-2010*. Rio de Janeiro: Garamond. 2010.

CARCANHOLO, Marcelo & MATTOS, Fernando. “Inserção Externa e Perfil do Comércio Externo: uma comparação entre o caso chinês e a América Latina desde os Anos 1980.” *Indicadores Econômicos FEE (Impresso)*, v. 40, n. 3, pp. 63-80, 2013.

DIAMAND, Marcelo. “Paradigma clásico y estructura productiva desequilibrada.” *Revista Realidad Económica*, n. 68, 1986. Disponível em: [<http://www.iade.org.ar/uploads/c87bbfe5-5039-8829.pdf>]. Acesso: [05/07/2015].

GONÇALVES, Reinaldo. “O Governo Lula e o Nacional-Desenvolvimentismo às avessas.” *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, São Paulo, n. 31, pp. 5-30, fevereiro, 2012.

GONÇALVES, Reinaldo. *Desenvolvimento Às Avessas - Verdade, Má-fé e Ilusão No Atual Modelo brasileiro de desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Editora LTC (Grupo GEN), 2013.

KOHLSCHEEN, Emanuel. “Long-Run Determinants of the Brazilian Real: a Closer Look at Commodities”. BCB Working Paper Series. Brasília, n. 314, pp. 1-36, Julho, 2013. Disponível em: [<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps314.pdf>]. Acesso: [05/07/2015].

NASSIF, André; FEIJÓ, Carmen. & ARAÚJO, Eliane. The long-term “optimal” real exchange rate and the currency overvaluation trend in open emerging economies: the case of Brasil. UNCTAD Discussion Papers, n. 206, Dezembro, 2011. Disponível em: [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/osgdp2011d6_en.pdf]. Acesso: [05/07/2015].

NASSIF, André; FEIJÓ, Carmen. & ARAÚJO, Eliane. Structural change and economic development: is Brazil catching up or falling behind? UNCTAD Discussion Papers, n. 211,

Outubro, 2013. Disponível em: [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/osgdp20131_en.pdf]. Acesso: [05/07/2015].

OLIVEIRA, Francisco de. “A dominação globalizada: estrutura e dinâmica da dominação burguesa no Brasil.” In: Basualdo, Eduardo & Arceo, Enrique (Orgs.). Neoliberalismo y sectores dominantes. Tendencias globales y experiencias nacionales. Buenos Aires: Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales. 2006.

OREIRO, José. “A macroeconomia da estagnação com pleno emprego no Brasil.” Revista de Conjuntura, Brasília: Corecon/DF, n. 50, pp. 32-36, outubro-março, 2013.

PAULANI, Leda. “Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: observações sobre o caso brasileiro.” Estudos Avançados, São Paulo, v. 27, n. 77, p. 237-261, 2013.